

Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**Детерминанты премий в сделках слияния и поглощения на
развивающихся рынках**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса направление 38.03.02 –
Менеджмент, шифр образовательной
программы СВ.5070.

АШИХИНОЙ Марины Павловны

Научный руководитель
к.э.н., доцент кафедры финансов и учета
НИКУЛИН Егор Дмитриевич

«СООТВЕТСТВУЕТ ТРЕБОВАНИЯМ»

« _____ » _____ 2020 г.

Санкт-Петербург
2020

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Ашихина Марина Павловна, студентка 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Детерминанты премий в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках», предоставленной в офис бакалаврской программы для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п. 12.4.14 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ» «обнаружение в ВКР студента плагиата (прямое или контекстуальное заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».



(Подпись студента)

31/05/2020

(Дата)

АННОТАЦИЯ

Автор	Ашихина Марина Павловна
Название выпускной квалификационной работы	Детерминанты премий в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках
Факультет	Высшая Школа Менеджмента
Направление подготовки	38.03.02 «Менеджмент» (Профиль: Финансовый менеджмент)
Год	2020
Научный руководитель	Никулин Егор Дмитриевич
Описание цели, задач и основных результатов	<p>Целью данной работы является выявление взаимосвязей между величиной премий в слияниях и поглощениях и характеристиками компаний-мишеней, а также специфическими особенностями самой сделки. Для достижения данной цели были изучены теоретические аспекты слияний и поглощений, выделены основные причины возникновения премий в сделках M&A и проведен анализ научной литературы, направленной на изучение детерминант премии в сделках слияния и поглощения.</p> <p>В рамках данной работы было проведено эмпирическое исследование, объектом которого являются сделки слияния и поглощения, совершенные с участием компаний из стран группы БРИКС в период с 2000 по 2019 год.</p> <p>Результаты эмпирического исследования подтвердили наличие значимой отрицательной взаимосвязи между величиной премии и уровнем долговой нагрузки целевой фирмы, а также наличие взаимосвязи между величиной премии и коэффициентом Тобина, при этом направление взаимосвязи различно для разных вариантов расчета ценовых премий. Кроме того, выявлены статистически значимые различия в величинах премий для сделок с разными характеристиками, такими как метод оплаты, дружественный или враждебный характер сделки, участие или отсутствие профессионального посредника. Помимо этого, были обнаружены статистически значимые различия в величине ценовых премий, выплаченных при поглощении компаний, базирующихся в разных странах группы БРИКС, а также имеющих различную отраслевую принадлежность.</p>
Ключевые слова	Слияния и поглощения, премия, развивающиеся рынки, страны группы БРИКС

ABSTRACT

Bachelor Student's name	Marina Ashikhina
Bachelor Thesis Title	Determinants of merger and acquisition premiums in emerging markets
Faculty	Graduate School of Management
Main Field of Study	38.03.02 «Management» (Specialization: Financial management)
Year	2020
Academic Advisor's Name	Egor D. Nikulin
Description of the goal, task and main results	<p>The aim of this research is to identify the relationship between the size of premiums in mergers and acquisitions and the financial characteristics of target companies, as well as the specific features of the transaction itself. To achieve this goal, the theoretical aspects of mergers and acquisitions were studied, the main reasons for the occurrence of premiums in M&A transactions were identified and the analysis of the scientific literature aimed at evaluating the determinants of premiums in mergers and acquisitions was presented.</p> <p>In this paper an empirical study was conducted. The object of the research is the M&A transactions of the companies from the BRICS countries in the period from 2000 to 2019.</p> <p>The results of an empirical study confirmed the presence of a significant negative relationship between the size of the premium and the level of financial leverage of the target company, as well as the presence of a relationship between the value of the premium and the Tobin Q coefficient, while the relationship is different for different options of calculating the price premiums. In addition, statistically significant differences in premiums were found for transactions with different characteristics, such as the method of payment, the friendly or hostile nature of the transaction or the participation of a professional intermediary. Moreover, statistically significant differences were found in the size of premiums paid during the takeover of companies based in different countries of the BRICS group, as well as of the companies related to different industries.</p>
Key words	Mergers and acquisitions, premium, emerging markets, BRICS countries

Оглавление

Введение	6
Глава 1. Теоретические аспекты премий в сделках слияния и поглощения.....	9
1.1. Понятие и классификация слияний и поглощений	9
1.2. Этапы развития мирового рынка M&A	15
1.3. Причины возникновения премий в сделках слияния и поглощения	19
1.4. Основные факторы влияния на размер премии	28
1.5. Подходы к оценке компании-мишени	34
1.6. Особенности слияний и поглощений в странах БРИКС.....	38
Выводы	45
Глава 2. Эмпирическое исследование	47
2.1. Методология и гипотезы исследования	47
2.2. Формирование выборки компаний	53
2.3. Регрессионный анализ.....	57
2.4. Проверка статистических гипотез.....	78
Выводы	81
Заключение.....	84
Список использованных источников.....	86

ВВЕДЕНИЕ

В условиях глобализации мировой экономики и постоянного усложнения конкурентной среды международных рынков, все большее число компаний прибегают к использованию механизмов слияний и поглощений для достижения недоступных ранее конкурентных преимуществ, однако с увеличением числа сделок М&А по всему миру вопрос об эффективности таких транзакций становится все более острым. Эксперты PricewaterhouseCoopers отмечают, что несмотря на снижение количества и совокупного объема сделок в 2019 году, начало 2020 было ознаменовано объявлением о крупнейших объединениях за всю историю активности М&А в таких значимых секторах, как фармацевтическая и аэрокосмическая промышленность¹.

Среди множества факторов, непосредственно влияющих на качество проведения сделки и её результативность, одним из наиболее значимых является размер премии, выплачиваемой поглощающей компанией, поскольку неверная оценка стоимости компании-мишени и переоценка возможных синергетических эффектов зачастую становятся основной причиной неудачи М&А. В соответствии с гипотезой эффективности рынков, рыночная стоимость активов компании, а также перспективы развития фирмы и роста доходов в будущем, точно и полно отражаются в цене её акций, однако эмпирические исследования показывают, что согласованная сторонами сумма сделки М&А во многих случаях отличается от текущей рыночной стоимости долевых ценных бумаг приобретаемой компании, что может существенно сказываться на эффективности объединения.

Задача определения оптимальной премии при слиянии или поглощении актуальна для обеих компаний-участниц. С одной стороны, менеджеры поглощаемой компании, действующие в интересах её акционеров, стремятся извлечь все потенциальные выгоды от объединения, запрашивая максимально возможную цену. В то же время, для достижения высокой эффективности поглощения и предотвращения снижения благосостояния акционеров, компании-покупателю необходимо не допустить переоценки целевой фирмы с учетом возможных синергетических эффектов. Несмотря на данное противоречие в интересах компаний-участниц по отношению к сумме сделки, анализ международного рынка слияний и поглощений позволяет сделать вывод о том, в настоящее время активно объединяющиеся предприятия предлагают за выбранные мишени цену существенно выше текущей рыночной цены акции. Zhang утверждает, что в случае приобретения торгуемых

¹ PricewaterhouseCoopers. Deals 2020 outlook: Making bold M&A deals during times of rapid change [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. - Режим доступа: <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/year-end-review-outlook.html>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

компаний уплаченные премии как правило значительно выше 50% стоимости, а для некоторых фирм величина премии может превышать и несколько тысяч процентов².

В силу того, что феномен премий в сделках слияния и поглощения наблюдается как на внутренних, так и на мировом рынке M&A, данный вопрос находился в центре внимания многих исследователей, рассматривавших как процессы слияния и поглощения компаний отдельных стран, так и специфические особенности различных отраслей. Важным этапом изучения данного феномена является выявление детерминант, влияющих на размер выплачиваемой премии. Многообразие отечественных и зарубежных исследований, посвященных данной проблеме, обусловлено не только актуальностью рассматриваемого вопроса, но и различными подходами к вычислению размера премии в сделках M&A, оценке публичных и частных компаний-мишеней, а также разными типами исследуемых факторов: от внутрифирменных до макроэкономических.

Целью данной работы является выявление взаимосвязей между величиной премий в слияниях и поглощениях и характеристиками компаний-мишеней, а также специфическими особенностями самой сделки. Объектом исследования являются сделки, совершенные с участием компаний из стран группы БРИКС. Для достижения поставленной цели исследования был выдвинут ряд задач:

1. Изучить теоретические аспекты слияний и поглощений и выделить основные причины возникновения премий в сделках M&A;
2. Провести анализ научной литературы, направленной на изучение детерминант премии в сделках слияния и поглощения, и сформулировать гипотезы исследования;
3. Сформировать выборку компаний для проведения эмпирического исследования;
4. Провести регрессионный анализ, направленный на изучение взаимосвязи между премиями в сделках M&A и характеристиками компаний-мишеней;
5. Проанализировать полученные результаты и сделать выводы.

Структура работы соответствует поставленным задачам. В первой главе рассмотрены понятия и виды слияний и поглощений, представлено теоретическое обоснования возникновения премий в сделках M&A, а также выделены основные этапы развития мирового рынка слияний и поглощений, наряду со специфическими особенностями данных процессов в странах группы БРИКС. Кроме того, в данной главе рассмотрены основные подходы к оценке целевых фирм, а также факторы, влияющие на величину премий. Во второй главе содержится описание методологии эмпирического

² Zhang, C.C. The Review of Factors Affecting Merger Premium // Journal of Service Science and Management. – 2019. – Vol. 12. – p. 200–213.

исследования, в рамках которого были рассмотрены слияния и поглощения с участием компаний из стран группы БРИКС в период с 2000 по 2019 год. В данной главе также представлено подробное описание выборки рассматриваемых компаний, сформулированные гипотезы исследования, а также приведены результаты проверки выдвинутых предположений с помощью методов регрессионного анализа и проверки статистических гипотез.

Результаты данной работы могут послужить отправной точкой для дальнейшего изучения детерминант премий в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала, а также найти практическое применение в сфере определения оптимального размера премий при совершении сделок с участием компаний из стран группы БРИКС.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРЕМИЙ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

1.1. Понятие и классификация слияний и поглощений

Слияния и поглощения – термин, описывающий сделки между двумя или более фирмами с целью передачи экономического и корпоративного контроля от одной организации к другой. В силу того, что точное определение слияний и поглощений в российском законодательстве отсутствует, у исследователей сформировалось несколько точек зрения относительно того, как раскрывается данное понятие.

Согласно первой трактовке, дословный перевод заимствованного англоязычного термина «mergers and acquisitions» (M&A) относится к любым сделкам, в рамках которых была осуществлена передача корпоративного контроля от одного экономического субъекта к другому³. В то же время, последователи второго подхода предпочитают рассматривать слияния и поглощения отдельно друг от друга, вводя следующие определения: под *слиянием* компаний понимается форма реорганизации обществ, для которой характерно формирование нового юридического лица через передачу ему прав и обязанностей ранее существовавших обществ⁴. В зарубежной литературе термином «merger» часто определяют такое объединение фирм, при котором одна из них продолжает ведение деятельности, а другая прекращает существование, в результате сделки «выжившая» компания присоединяет активы приобретенной. Такую ситуацию также часто называют «статутным слиянием»⁵. Авторы выделяют также «подчиняющие» слияния, в процессе которых приобретаемая фирма становится дочерней для некоторой материнской компании. Несмотря на то, что термины «слияние» и «поглощение» часто используются как синонимичные, в соответствии с работой Piesse et. al. данные понятия имеют существенные различия⁶. Так, под поглощением может пониматься:

- Acquisition – сделка, в результате которой поглощающая компания получает корпоративный контроль над целевой фирмой через приобретение контрольного пакета акций (50% + 1 акция), при этом для данного типа объединения характерно взаимное согласие и заинтересованность сторон;

³ Решетько Н.И., Башкатова Ю.И. Сущность слияний и поглощений и их влияние на конкурентоспособность компаний на рынке // Интернет-журнал "Науковедение". – 2015. – Т. 7. – №2. – С. 1-11.

⁴ Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 19.07.2018) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2018), Статья 16. Слияние обществ

⁵ Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса // Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс. – 2004.

⁶ Piesse et. al. Merger and Acquisition: Definitions, Motives, and Market Responses // Encyclopedia of Finance. – 2013. – p. 411–420

- Takeover – «враждебное» поглощение, которое происходит против воли выбранной целевой фирмы и часто может сопровождаться рядом противозахватных мероприятий со стороны последней.

В русскоязычной академической литературе существует множество различных классификаций слияний и поглощений, но наиболее часто исследователями упоминается работа И. Г. Владимировой, в которой автор выделяет типы сделок по следующим критериям: характер объединения компаний, географическая принадлежность участников сделки, отношение компаний к реорганизации, способ объединения потенциала, условия и механизмы слияния⁷. Классификация, предложенная И. Г. Владимировой, рассматривается в работах В. В. Ермольчик, Е. П. Трошиной, Н. И. Решетько и других. Схематическое изображение данной классификации представлено на Рисунке 1.



Рис.1. Классификация слияний и поглощений

[Источник: Владимирова, И. Г. «Слияния и поглощения компаний»]

По первому критерию как правило выделяют:

- Вертикальные слияния – данный тип объединений осуществляется между фирмами, находящимися на разных этапах технологической цепи при производстве продукта

⁷ Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний //Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №. 1. – С. 27-48

или на разных участках цепочки создания ценности. Зачастую фирмы, совершающие вертикальные слияния, находятся в отношениях покупателя и поставщика⁸.

- Горизонтальные слияния – такие слияния происходят между компаниями одной отрасли, находящимися на одном и том же технологическом этапе производства. Фирмы, участвующие в горизонтальных слияниях, могут являться конкурентами, одним из преобладающих мотивов подобной реорганизации бизнеса является стремление к укреплению конкурентной позиции и увеличению рыночной доли⁹.
- Родовые слияния – происходят между компаниями, сходными по типу производимой продукции или осуществляемым видам деятельности. В такой сделке наблюдается связь между участниками сделки, находящая отражение в технологических процессах, способе осуществления операций или рыночной нише: фирмы работают в одном и том же сегменте, но не являются конкурентами и не находятся в отношениях «продавец-покупатель»¹⁰.
- Конгломератные слияния – объединение организаций, относящихся к различным отраслям, без наличия производственной общности¹¹. При совершении данного типа слияний компании стремятся к достижению диверсификации, при этом необходимые первоначальные инвестиции относительно невысоки. Подобные сделки также зачастую сопровождаются увеличением доступности финансовых ресурсов для объединенной фирмы и повышением цены её акций¹². Среди объединений данного типа авторы выделяют:
 - Слияния, направленные на расширение продуктовой линии – в данном случае компании производят неконкурирующие продукты с одинаковыми каналами сбыта или схожими процессами производства;
 - Слияния, направленные на расширение рынка – подразумевается приобретение целевой фирмы для получения доступа к новым, недоступным ранее каналам сбыта;

⁸ Решетько Н.И., Башкатова Ю.И. Сущность слияний и поглощений и их влияние на конкурентоспособность компаний на рынке // Интернет-журнал "Науковедение". – 2015. – Т. 7. – №2. – С. 1-11.

⁹ Трошина, Е.П. Слияния и поглощения: основные виды и мотивы осуществления сделок // Вестник Самарского государственного экономического университета. – Самара: СГЭУ, 2013г. – №7 (105) – С.113-116.

¹⁰ Там же

¹¹ Ермольчик В. В. Классификация сделок слияния и поглощения компаний // Экономические науки. – 2017. – №5 (87). – С. 65-70.

¹² Agarwal, P., Mittal, R. Mergers and Acquisitions Analysis with the Case Study Method // International Journal of Management and Commerce Innovations. – 2014. – Т. 2. – №1. – С. 234-246.

- Чистые конгломератные слияния – не предполагают никакой производственной или сбытовой общности¹³.

По географической принадлежности объединяющихся компаний можно выделить следующие типы слияний и поглощений:

- Национальные слияния – объединение компаний, базирующихся в одной стране;
- Транснациональные слияния – объединение фирм, находящихся под юрисдикцией разных государств.

По способу объединения потенциала сделки M&A подразделяют на¹⁴:

- Корпоративные альянсы – объединение усилий предприятий в рамках конкретного направления бизнеса с целью достижения синергетических эффектов или иных выгод, при этом в остальных видах деятельности фирмы сохраняют самостоятельность. Часто при формировании корпоративных альянсов организациями создаются совместные предприятия.
- Корпорации – объединение компаний для дальнейшего совместного ведения деятельности, для данного вида реорганизации фирм также характерно объединение всех активов, находящихся в распоряжении участников сделки.

Наличие различного потенциала для слияний позволяет выделять производственные слияния, при которых компании осуществляют объединение производственных мощностей для достижения синергетических эффектов, и чисто финансовые слияния, в рамках которых фирмы-участницы создают централизованную инвестиционную и финансовую политику при отсутствии производственной общности. Основной целью подобных слияний является повышение эффективности финансирования инвестиционных проектов и укрепление позиции фирмы на рынке капитала.

Еще одним критерием для выделения различных типов слияний и поглощений являются условия осуществления сделки, по данной характеристике различают объединение с формированием нового юридического лица, объединение с полным поглощением и приобретением контроля над всеми видами деятельности и подразделениями целевой фирмы, а также частичные поглощения, при которых под контролем поглощающей организации оказывается лишь часть деятельности приобретаемой компании. Различные варианты слияний и поглощений также выделяются в зависимости от типов используемых механизмов объединения¹⁵:

¹³ Ермольчик В. В. Классификация сделок слияния и поглощения компаний // Экономические науки. – 2017. – №5 (87). – С. 65-70.

¹⁴ Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №. 1. – С. 27-48

¹⁵ Там же

- Слияния с присоединением всех активов и обязательств целевой фирмы и последующей потерей статуса юридического лица последней;
- Покупка некоторой части или всех активов компании-мишени, при которой фирма-продавец продолжает существование в рамках прежней организационно-правовой формы;
- Приобретение корпоративного контроля через покупку акций.

Покупка акций является наиболее частым механизмом осуществления поглощений, при этом оплата поглощения может производиться различными способами: денежными средствами или в форме ценных бумаг¹⁶. Акционеры компаний-мишеней чаще всего предпочитают оплату в денежной форме, поскольку такой вариант финансирования сделки исключает влияние неопределенности на цену акции объединенной фирмы в будущем. С другой стороны, оплата сделки ценными бумагами позволяет акционерам использовать налоговые льготы в виде отсрочки налога на прирост капитала, а также снижает возможность неправильной оценки стоимости целевой компании, распределяя как выгоды, так и риски объединения между акционерами обеих организаций-участниц.

В силу того, что заключение сделки о слиянии или поглощении требуют проведения целого комплекса последовательных мероприятий, данный процесс является достаточно сложным и как правило занимает длительное время. Несмотря на то, что процессы слияния и поглощения были рассмотрены многими отечественными и зарубежными авторами, представить единый универсальный план, способный учесть особенности всего многообразия сделок М&А, не представляется возможным. И. С. Лапытова предлагает рассматривать процесс заключения сделки в рамках десяти последовательных этапов: от определения стратегии поглощающей компании до интеграции приобретенной фирмы в деятельность предприятия и оценки результатов объединения¹⁷, в то время как А. Е. Молотников выделяет всего пять этапов, начиная с изучения бизнеса компаний до создания схемы управления активами, полученными в результате приобретения¹⁸. Наиболее общий подход к процессу слияний и поглощений представлен в работе McKinsey, где авторы выделяют следующие значимые этапы¹⁹:

1. Формулировка стратегии;
2. Выбор объекта поглощения, заключение сделки;

¹⁶ Ермольчик В. В. Классификация сделок слияния и поглощения компаний // Экономические науки. – 2017. – №5 (87). – С. 65-70.

¹⁷ Латыпова С. И. Этапы слияний и поглощений // Современные наукоемкие технологии. – 2006. – № 7. – С. 106-108;

¹⁸ Молотников А. Е. Слияния и поглощения // Российский опыт. – М.: Вершина. – 2006. – С. 31

¹⁹ Газин, Г., Манакон, Д. Наука поглощений // Вестник McKinsey. – 2003. – С. 7-18.

3. Интеграция приобретенной компании.

Первый этап слияния является подготовительным, менеджмент поглощающей фирмы определяет желаемое состояние компании в будущем и выбирает наиболее выгодный способ его достижения: органический рост или использование механизмов М&А. Стоит отметить, что целесообразность слияний и поглощений должна вытекать из общего стратегического плана компании и иметь тщательное экономическое обоснование. Помимо этого, для проведения сделки компании необходимо назначить ответственных специалистов: крупные фирмы часто собирают команду из сотрудников фирмы, более мелкие организации предпочитают обращаться за помощью профессиональных посредников: инвестиционных банков или консультационных агентств.

Выбору объекта поглощения как правило предшествуют анализ наиболее привлекательных для компании отраслей, в которые она планирует расширять свою деятельность, и самооценка, необходимая для определения стратегической позиции покупателя. После этого менеджменту поглощающей организации необходимо сформулировать критерии отбора кандидатов на поглощение и в соответствии с ними выбрать наиболее подходящую мишень. Когда выбор осуществлен, начинается процесс заключения сделки, который включает в себя:

1. Первоначальный контакт – знакомство компаний-участниц, обмен информацией о намерениях и проверка взаимной заинтересованности в объединении, подписание соответствующих документов о конфиденциальности;
2. Раскрытие информации о хозяйственной деятельности (первичный due diligence) – компании делятся данными, на основании которых строится финансовая модель будущего объединения, позволяющая провести первичную оценку стоимости компании-мишени;
3. Подписание меморандума о намерениях – на данном этапе компании проводят переговоры и приходят к соглашению относительно стоимости и условий сделки;
4. Окончательный due diligence – компании осуществляют полное раскрытие информации и пересматривают условия сделки. По результатам повторной проверки изначальные договорённости, достигнутые на предыдущем этапе, могут измениться;
5. Заключение и закрытие сделки – происходит формальное юридическое оформление необходимых документов, компании-участницы получают одобрение сделки от регулирующих органов и начинают подготовку плана интеграции.

Осуществление интеграционных процессов сильно зависит от специфики деятельности объединяющихся компаний и считается наиболее сложным этапом сделки М&А. Как правило, данная стадия начинается с определения стратегии управления

приобретенными активами, а также оценки необходимости проведения организационных изменений: трансформации организационной структуры, систем документооборота и кадрового состава. В центре внимания менеджмента часто находятся особенности корпоративного управления и культурное соответствие компаний-участниц, поскольку именно эти характеристики чаще всего являются причиной неудачи эффективной интеграции организаций. Процесс слияния или поглощения считается завершенным после окончания интеграционных мероприятий и оценки результатов объединения.

1.2. Этапы развития мирового рынка M&A

Lipton утверждал, что слияния и поглощения являются неотъемлемой частью рыночного капитализма, подобные сделки начали совершаться во время становления промышленной экономики в конце XIX века²⁰. Объединения компаний на национальных рынках стали особенно популярны в начале XX века, когда американские компании искали способы увеличения рыночной доли и извлечения конкурентных преимуществ за счет возрастания операционной эффективности и достижения эффекта масштаба. По мере развития мировой экономики фирмы изменяли свои стратегические приоритеты и выходили за рамки национальных экономик, что привело к интенсификации активности M&A и увеличению числа транснациональных сделок.

Исследователи приходят к выводу, что мировой рынок слияний и поглощений развивается волнообразно и непрерывно, находясь под постоянным влиянием фундаментальных характеристик мировой экономики: развитие данного рынка характеризуется чередой кризисов с последующими периодами роста, что приводит к циклическому эффекту. Традиционно принято выделять шесть основных волн активности M&A, каждая из которых имеет свои структурные отличия, в частности в отношении преобладающих мотивов объединения, типов компаний, участвующих в сделках, а также действий регуляторов и внешних экономических факторов. Точное определение временных рамок волн M&A представляет определенные сложности, за исключением тех случаев, когда снижение активности вызвано политической нестабильностью или финансовыми потрясениями²¹. Один из вариантов определения временных границ волн слияний и поглощений представлен в работе Canestri²².

Первая волна (1893-1904). Первая волна слияний и поглощений возникла в США в конце XIX века как ответная реакция компаний на принятие антимонопольного закона

²⁰ Lipton, M. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries // York University. – 2006

²¹ Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // LUISS Libera Università. – 2014

²² Там же

Шермана (1890), который существенно ограничивал возможности заключения соглашений и сговора между фирмами с целью снижения их негативного влияния на состояние конкуренции на внутренних рынках, а также на условия торговли между различными штатами. Однако данный закон игнорировал растущее число слияний и поглощений и не регулировал объединение компаний, что дало многим фирмам возможность увеличивать рыночную долю и предпринимать попытки создания монополий без вмешательства регуляторов. В данный период было свершено множество крупных горизонтальных объединений, которые способствовали изменению промышленной структуры США в связи с появлением на рынке новых небольших фирм и становлением крупнейших стратегических игроков. Данные изменения особенно сильно затронули нефтяную, транспортную и обрабатывающую отрасли. Конец первой волны M&A знаменовался американским кризисом в 1907 году и началом Первой Мировой войны.

Вторая волна (1919-1929). Вторая волна слияний и поглощений взяла свое начало в период активного развития американского фондового рынка: все больше компаний использовали выпуск акций как инструмент привлечения капитала для финансирования инвестиционных проектов. Кроме того, существенное влияние на рынок оказывали законодательные изменения: акт Клейтона (1914), принятый как ответная реакция на судебное разбирательство со Standard Oil Company, усиливал предыдущие меры по предотвращению формирования монополий и был нацелен на создания олигополистической структуры рынка. В этот период американские компании стремились увеличивать свою стоимость за счет получения большего контроля над цепочкой создания ценности, что привело к увеличению числа сделок вертикальной интеграции назад (к источникам сырья и материалов) и вперед (с целью увеличения эффективности сетей распределения). Сделки вертикальной интеграции привели к еще большей консолидации отраслей, что было особенно заметно в автомобилестроительной промышленности. Финансовая катастрофа 1929 года и начало Великой Депрессии послужили основными причинами завершения второй волны M&A.

Третья волна (1955-1973). Уровень активности M&A был непостоянным в течение 1940-ых годов и достиг устойчивого роста только в середине 1950-ых, когда национальные экономики стали активно восстанавливаться после Второй Мировой войны. Фаза роста на фондовом рынке стимулировала многие компании к реинвестированию заработанных денежных потоков вместо выплаты их в качестве дивидендов, что привело к возрастанию популярности стратегии корпоративной диверсификации. Характерной чертой данного периода является большое число конгломератных сделок, с помощью которых фирмы обеспечивали свое присутствие на новых рынках и в новых отраслях с целью снижения

риска портфеля бизнесов. Данная тенденция подтверждается увеличением числа конгломератов в списке Fortune 500 более чем на 10% в период с 1959 по 1969²³. Во время третьей волны слияний и поглощений наблюдалось существенное усложнение деловой среды, что требовало от менеджеров развития новых компетенций, особенно в области анализа окружающей среды и создания новых эффективных организационных структур. Именно в этот период крупнейшие инвестиционные банки начали выступать посредниками в сделках M&A и предоставлять юридические услуги, что позволило компаниям получать профессиональное консультационное сопровождение объединений и, как следствие, способствовало еще большему увеличению числа подобных транзакций. Третья волна слияний и поглощений завершилась в период кризиса 1973-1974.

Четвертая волна (1980-1989). Начало четвертой волны M&A стало результатом влияния множества факторов, которые в совокупности привели к беспрецедентному росту количества и объемов сделок. В первую очередь стоит отметить снижение строгости ограничений в антимонопольном законодательстве: принятые изменения спровоцировали существенное увеличение числа враждебных поглощений, что особенно остро проявилось в 1980-ых, когда более половины американских компаний оказались под угрозой недружественных захватов со стороны крупных инвестиционных банков, выступающих от лица корпоративных клиентов²⁴. Кроме того, популярность враждебных поглощений могла объясняться возвращением компаний к горизонтальным объединениям как к способу отказа от чрезмерной корпоративной диверсификации, необходимость которого была обусловлена провалами нескольких крупных конгломератов во время третьей волны. Многие организации были вынуждены отказаться от несвязанных видов бизнеса и сконцентрировать свои усилия на тех отраслях, где их положение было устойчивым, а операции – эффективными. Еще одним фактором увеличения активности M&A стало снижение государственного регулирования в нескольких специфических сферах бизнеса, таких как финансовый сектор, телекоммуникации и авиаперевозки, данная тенденция привела к увеличению количества сделок в этих отраслях. Одним из наиболее ярких примеров может послужить снижение ставки налога на прибыль с 49,5% до 28% в 1978 году, что дало компаниям возможность сохранить большую часть прибыли для реинвестирования и финансировать новые стратегические объединения. Кроме того, во время четвертой волны M&A наблюдалось активное развитие рынка долговых финансовых инструментов и возникновение новых ценных бумаг, например, высокодоходных или

²³ Rumelt, R. Strategy, Structure, and Economic Performance, Division of Research // Harvard Business School. – 1974

²⁴ Mitchell, M., Mulherin, H. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity // Journal of Financial Economics. – 1996. – Vol. 41. – p. 193–229

«мусорных» облигаций, для которых характерны высокий уровень доходности и большой риск дефолта, данные инструменты чаще всего использовались в спекулятивных целях. В этот период также существенно увеличилось число слияний и поглощений, профинансированных за счет заемных средств (leveraged buyouts). Четвертая волна завершилась во время мирового экономического спада, который начался с кризиса в США 1989-1991, а после вышел за пределы национальной экономики и затронул другие государства (кризис в Японии в 1990 году, банковский кризис в Швеции в 1990-1994).

Пятая волна (1993-2000). Пятая волна стала результатом глобализации и необходимости международной экспансии компаний для компенсации низких темпов роста, для этого периода характерны крайне высокие объемы сделок, большинство которых являлись транснациональными. Несмотря на сохранение тренда на совершение горизонтальных слияний, данная волна принципиально отличалась от предыдущей в отношении характера сделок: Andrade et al. утверждают, что только 4% сделок пятой волны можно охарактеризовать как враждебные²⁵. Кроме того, в данный период наблюдалось стремительное развитие новых технологий, в частности появление сети Интернет, что способствовало созданию новых продуктов и рынков, открывающих для компаний новые возможности по реализации конкурентных преимуществ. Вопреки широким перспективам дальнейшего роста и развития, пятая волна M&A закончилась в 2000-2001 году после взрыва пузыря дот-комов и нескольких громких бухгалтерских скандалов (например, Enron и WorldCom), которые выявили необходимость более пристального внимания к решению вопросов корпоративного управления.

Шестая волна (2003-2008). Шестая волна M&A характеризовалась растущим потенциалом со стороны компаний-покупателей в связи с высоким уровнем ликвидности большинства крупных компаний и доступностью банковского кредитования, кроме того на увеличение числа слияний и поглощений существенное влияние оказала растущая активность акционеров и институциональных инвесторов, которые все чаще продвигали стратегию роста за счет приобретений для быстрого выхода на новые географические и продуктовые рынки и увеличения ценности компаний. Консолидации многих отраслей способствовала также поддержка правительств некоторых стран (Россия, Италия, Франция), которая позволяла компаниям занимать ведущие позиции на мировом рынке. Кризис 2008 года, результатом которого стал длительный спад в мировой экономике, привел к существенному сокращению доступности капитала, и, как следствие, падению

²⁵ Andrade G., Mitchell M., Stafford E. New Evidence and Perspectives on Mergers // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. 15. – № 2. – p. 103–120

активности на рынке M&A, что ознаменовало окончание шестой волны слияний и поглощений.

Таким образом, при анализе различных волн слияний и поглощений можно выделить существенные изменения в преобладающих мотивах и способах объединения предприятий, а также различные подходы к созданию корпоративных стратегий. В соответствии с работой Nouwen, первые три волны M&A начинались в периоды экономических подъемов и завершались в условиях спада, которому как правило предшествовали обвалы фондового рынка²⁶. В то же время, четвертая и пятая волна стали следствием изменений в стратегических целях корпораций и появления значимых технологических инноваций. Sudarnsanam отмечает, что волны активности M&A также различаются по отраслевой и географической принадлежности компаний-участниц²⁷. Так, в первой волне участвовали как правило фирмы, принадлежащие к нефтяной, металлургической и добывающей промышленности, в то время как к моменту начала пятой волны наиболее активными в сфере слияний и поглощений были компании, создающие продукты в области информационных технологий. Кроме того, первые два этапа развития рынка слияний и поглощений происходили в основном на территории США, существенный рост активности M&A в Европе наблюдался во время третьей волны, и лишь пятая и шестая волны могут быть названы по-настоящему глобальными, затронувшими территорию Азии и других стран.

1.3. Причины возникновения премий в сделках слияния и поглощения

В связи с постоянным усложнением макроэкономической и политической среды компаниям становится все труднее совершать эффективные слияния и поглощения, что связано в первую очередь с существенным увеличением числа факторов, оказывающих прямое или косвенное влияние на готовящееся объединение. Одной из ключевых характеристик является цена, которую поглотитель готов заплатить за выбранную компанию-мишень, поскольку именно от данного показателя зависит прибыльность сделки для обоих участников. В соответствии с теорией эффективности рынков, стоимость акций компании полно и точно отражает ценность имеющихся активов и перспектив роста, однако эмпирические исследования показывают, что зачастую поглощающие компании готовы заплатить выше рыночной цены выбранной целевой фирмы, что приводит к возникновению феномена премий в сделках M&A²⁸.

²⁶ Nouwen, T. J. A. M&A waves and its evolution throughout history // Tilburg University. – 2011. – p. 20.

²⁷ Sudarsanam, S. Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges // Financial Times. – 2003

²⁸ Zhang, C.C. The Review of Factors Affecting Merger Premium // Journal of Service Science and Management. – 2019. – Vol. 12. – p. 200–213

Премия в сделках слияния/поглощения (acquisition premium) – это разница между фактической ценой, уплаченной приобретающей компанией при совершении сделки, и справедливой стоимостью компании-мишени до объединения.

Иными словами, в общем виде размер премии может быть вычислен как:

$$\pi = P^* - P_t \quad (1.4.1.)$$

где π – величина премии,

P^* – цена, уплаченная поглощающей компанией при заключении сделки,

P_t – справедливая стоимость компании-мишени.

Возникновение премий в сделках M&A обусловлено в первую очередь различиями между справедливой стоимостью и инвестиционной ценностью приобретаемой компании для поглотителя²⁹. Стратегическая стоимость компании-мишени определяется величиной ожидаемых дополнительных выгод, которые поглощающая фирма может извлечь в результате приобретения, разность между инвестиционной и справедливой стоимостями составляет максимальную величину премии в сделках M&A. Значимость наличия премий при слияниях и поглощениях отражены во многих исследовательских работах, в том числе и ранних, в частности, Crawford, Lechner и Sirower и связывают неэффективность многих объединений с чрезмерной величиной уплаченной премии³⁰, что делает сделку невыгодной для приобретающей компании³¹.

Основные мотивы выплаты премий при совершении сделок M&A чаще всего рассматриваются в рамках четырех смежных теорий: теории создания ценности (Value Creation Theory), асимметричности информации (Asymmetric Information Theory), агентской теории (Principal-Agent Theory) и теории самоуверенности (Overconfidence Theory), – каждая из которых вносит существенный вклад в понимание причин возникновения премий³².

Самой ранней теорией, выдвинутой для обоснования феномена премии в сделках слияния/поглощения, стала теория создания ценности: она строится на наличии операционной и финансовой синергии, которых компании могут достичь с использованием механизмов M&A. В таком случае ценность двух фирм после объединения превышает

²⁹ Никитушкина И. В. Оценка премии в сделках слияния и поглощения с учетом стратегических синергетических эффектов и активности конкурентного окружения // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2012. – №2. – с.72–89

³⁰ Crawford D. and Lechner T. Takeover Premiums and Anticipated Merger Gains in the U.S. Market for Corporate Control // Journal of Business, Finance & Accounting. – 1996. – Vol. 23. – p. 807–829.

³¹ Sirower, M. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game // New York: The Free Press. – 1997

³² Zhang, C.C. The Review of Factors Affecting Merger Premium // Journal of Service Science and Management. – 2019. – Vol. 12. – p. 200–213

сумму их стоимостей до заключения сделки³³. Следовательно, для того, чтобы инициировать слияние/поглощение и распределить дополнительные выгоды, которые участники смогут извлечь в результате объединения, поглотитель вынужден предложить за компанию-мишень цену, превышающую справедливую стоимость. Bradley стал одним из первых исследователей, кто на примере 161 сделки M&A на американском рынке показал, что по мере передачи контроля в процессе слияния/поглощения, компания-мишень склонна требовать оплату в размере большем, чем рыночная стоимость фирмы, если есть вероятность полагать, что поглощающая организация сможет извлечь дополнительные преимущества в результате объединения³⁴. Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что возможность получения синергетических эффектов является одной из причин возникновения премий в сделках слияния/поглощения, различные виды синергии и их взаимосвязь с ценностью компании-мишени будут рассмотрены далее.

Причины возникновения премий рассматриваются также в рамках теории асимметрии информации, которая была выдвинута американскими экономистами в 1970-ых. В основе этой концепции лежит предположение о том, что общественное разделение труда и сужение специализации хозяйствующих субъектов приводит к неравномерному распределению информации между ними в процессе экономической деятельности.

В статье Akerlof выделены некоторые возможные причины неполноты информации, находящейся в распоряжении участников рынка³⁵:

- получение какой-либо информации требует затраты ресурсов: рационально действующий агент сравнивает предельный доход от использования информации с предельными издержками на её получение;
- информация может быть ненадёжна: в контексте динамично изменяющейся экономической среды велика скорость устаревания информации, что быстро делает её непригодной для принятия стратегических решений;
- неспособность агентов обработать весь объем доступной информации: ввиду больших объемов поступающей информации участники рынка вынуждены хранить и использовать только наиболее значимую информацию, а также самостоятельно формулировать критерии её важности, которые являются

³³ Dai, H.Y. Empirical Study on the Influencing Factors of M&A Premium of Listed Companies in China // Jilin University, Changchun. – 2013

³⁴ Bradley, M. Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control // Journal of Business. – 1980. – p. 345–376.

³⁵ Akerlof G.A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84 (3). – p. 488–500

достаточно субъективными и отсеивают большую часть совокупной информации;

- недостаточность знаний экономических агентов для своевременной и адекватной обработки поступающей информации и использования её в принятии решений.

Данные факторы обуславливают различную степень владения информацией рыночными субъектами и, как следствие, их конкурентное положение: чем выше информационная обеспеченность игрока, тем устойчивее его позиция на рынке и выше переговорная сила.

При совершении сделки слияния/поглощения, компании сталкиваются с высоким уровнем неопределенности, связанном, в частности, с эффектом асимметричности информации. Данная проблема становится наиболее острой для поглощающих компаний, выступающих в роли покупателей активов, поскольку компании-мишени – продавцы активов – обладают большим количеством информации о качестве объекта сделки, а также возможных перспективах роста и дальнейшего использования, которые являются важными составляющими ценности. Асимметричность информации в данном случае позволяет компании-мишени исказить представление об объекте сделки, повышая его привлекательность в глазах покупателя, и извлекать при этом дополнительные выгоды, которые отражаются в более высокой цене приобретаемой фирмы³⁶.

Согласно исследованию Ernst & Young, более четверти респондентов в качестве одного из основных рисков рассматривают проблему оценки качества активов, которая является прямым следствием асимметричности информации, что подтверждает значимость данной теории в контексте слияний и поглощений³⁷. Такой же точки зрения придерживается и Feliciano, рассмотревший более пяти тысяч трансграничных слияний и поглощений в период с 1990 по 2007 год. Автор приходит к выводу, что, наряду с некоторыми другими факторами, уровень асимметричности информации на страновом уровне оказывает существенное влияние на эффективность сделок M&A и вероятность их осуществления³⁸.

³⁶ Овчинникова Л. С.; Жаденова В. А. Проблемы осуществления сделок слияния и поглощения: перспективы привлечения средств для сделок M&A на рынке длинных денег // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2019. – № 4–2. – С.151–160

³⁷ Ernst & Young. Барометр уверенности компаний 2018 [Электронный ресурс] /Ernst & Young. – Режим доступа: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-capital-confidence-barometer-18/\\$FILE/ey-capital-confidence-barometer-18.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-capital-confidence-barometer-18/$FILE/ey-capital-confidence-barometer-18.pdf), свободный. – Загл. с экрана

³⁸ Feliciano, Z. Do international acquisitions by emerging economy firms create shareholder value? // Journal of International Business Studies. – 2002

Кроме того, эффект неравномерного распределения информации находит свое отражение в выборе компании-мишени. Так, исследование Бае показывает, что поглощающая компания, столкнувшаяся с проблемой информационной асимметрии, предпочтет приобрести частную компанию-цель, поскольку в случае с данным типом фирм выше вероятность получения эксклюзивной внутренней информации, недоступной другим участникам рынка и являющейся источником создания ценности³⁹. К аналогичным выводам приходит и Коерлин, который утверждает, что основное отличие в приобретении публичной и частной компании заключается в полноте и доступности информации об объекте сделки⁴⁰. Поиск целевой фирмы среди публичных организаций позволяет поглощающей компании ориентироваться на рыночные показатели и снижать риск неправильной оценки стоимости выбранной мишени, однако более высокая степень раскрытия информации означает, что все игроки рынка обладают одинаковой степенью осведомленности, что мешает поглотителю извлекать эксклюзивные преимущества и повышает вероятность наличия конкурентного окружения в сделке М&А⁴¹.

Для снижения остроты проблемы асимметрии информации в сделках М&А поглощающей компании следует проводить комплексную оценку объекта сделки с использованием механизмов *due diligence*, которые подразумевают полное раскрытие информации и привлечение сторонних агентов: экспертов в области юриспруденции и финансовых консультантов. Процедура *due diligence* позволяет сформировать полное представление о текущем состоянии компании-мишени и её перспективах роста и, как следствие, оценить действительную стоимость сделки и оптимальный размер премии⁴².

Теория информационной асимметрии, наряду с теорией создания ценности, стали основой для многих эмпирических исследований, направленных на изучение взаимосвязи между премиями в сделках М&А и характеристиками компаний-участниц, их отраслевой и географической принадлежностью. Примеры таких работ и их результаты представлены в таблице.

³⁹ Bae, S. Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions // *International Business Review*. – 2013

⁴⁰ Koeplin, J. The private company discount // *Journal of Private Equity*. – 2000

⁴¹ Goergen, M. (2004) Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. // *European Financial Management*. – 2004. – Vol. 10. – №1. – p. 9–45

⁴² Овчинникова Л. С.; Жаденова В. А. Проблемы осуществления сделок слияния и поглощения: перспективы привлечения средств для сделок М&А на рынке длинных денег // *Экономика и бизнес: теория и практика*. – 2019. – № 4–2. – С.151–160

Таблица 1. Исследование премий в сделках M&A

Исследование	Теория	Исследуемые факторы	Результаты
Bruslerie, 2013	Теория создания ценности	Финансовые результаты фирм, активно использующих M&A	Свободный денежный поток поглощающих компаний положительно коррелирует с размером выплачиваемых премий, оплата денежными средствами негативно влияет на величину премии
Volpin, 2014	Теория асимметричности информации, теория создания ценности	Различия в национальной культуре и правовом регулировании	Положительная взаимосвязь между размером премии в сделке M&A, степенью защищенности акционеров и уровнем развития стандартов бухгалтерского учета в странах базирования компаний-участниц
Li Yishi, 2014	Теория асимметричности информации, теория создания ценности	Характеристики отрасли и компаний-участниц	Отрицательная взаимосвязь между суммой премии в сделке M&A и размером компаний-участниц
Riguang, 2015	Теория асимметричности информации, теория создания ценности	Различия в национальной культуре и правовом регулировании	Размер премий отрицательно коррелирован с политическими барьерами и культурной дистанцией стран базирования компаний-участниц

[Источник: Zhang. The Review of Factors Affecting Merger Premium]

В контексте слияний и поглощений большую значимость имеют и взаимоотношения между менеджерами и акционерами компаний-участниц, рассматривающиеся в рамках агентской теории. В основе теории агентских отношений лежит конфликт «принципал-агент», который является следствием разграничения прав владения и управления фирмой, иными словами, отделения собственности от менеджмента. В идеальной ситуации менеджеры компании (агенты) всегда действуют в интересах собственников (принципалов), принимая решения, направленные на максимизацию стоимости фирмы, в то же время, представления о дальнейшем пути развития компании у данных действующих лиц совпадают. Однако в действительности нередки ситуации, когда менеджмент компании принимает решения исходя из личной заинтересованности, что потенциально может привести к разрушению стоимости компании.

Данная проблема обостряется и получает развитие при наличии определенных условий, среди которых⁴³:

- стремление к максимизации личной выгоды – каждая из сторон конфликта преследует собственные интересы;
- информационная асимметрия – для агента характерна более высокая степень владения информацией о состоянии фирмы, в то же время, решения, принимаемые агентом, и уровень затраченных усилий не могут быть непосредственно оценены принципалом, что обостряет существующую агентскую проблему;
- влияние неопределенности – действия агента в большинстве случаев задаются случайными событиями, неизвестными заранее и находящиеся вне его контроля и контроля принципала;
- различия в степени готовности к риску – данный фактор диктуется разной временной перспективой для принятия решений, характерной для сторон конфликта: как правило, собственники компании заинтересованы в долгосрочной устойчивости и стабильных денежных потоках, в то время как менеджеры компании демонстрируют более высокий уровень толерантности к риску и ориентируются на извлечение краткосрочных выгод;
- возможная «проблема безбилетника», возникающая на стороне принципала в ситуации распыленной собственности.

Несмотря на то, что традиционно принято считать, что слияния и поглощения создают ценность для компаний-участниц, в настоящее время не существует однозначного ответа на вопрос действительно ли сделки M&A повышают стоимость фирм и насколько именно. В эмпирических исследованиях можно найти свидетельства как создания стоимости в результате слияний и поглощений, так и её разрушения, при этом авторы работ часто приходят к противоречивым выводам при анализе различных рынков капитала⁴⁴. В связи с этим, некоторые исследователи предполагают, что в основе премии в слияниях и поглощениях лежат не ожидания поглощаемой фирмы относительно будущих синергетических эффектов, а проблема «принципал-агент» характерная для взаимоотношений собственников и менеджмента компании-поглотителя⁴⁵. Из-за разного

⁴³ Бухвалов, А.В. Корпоративное управление: вводный курс / А.В. Бухвалов, М.В. Смирнов. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2012. – 185 с

⁴⁴ Абузов Р.М., Григорьева С.А. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы // Экономический журнал Высшей Школы Экономики. – 2015. – Т. 19. №2. – С. 199-217

⁴⁵ Haunschild, P.R. How Much Is That Company Worth? Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums // Administrative Science Quarterly. – 1994. – Vol.39. – p. 391–411

восприятия потенциальных выгод от слияния/поглощения, а также разных критериев эффективности, компания может инициировать рост через активность M&A для получения быстрого доступа к ресурсам и достижению эффекта масштаба, несмотря на то, что в долгосрочной перспективе это может привести к значительным потерям⁴⁶.

Данной точки зрения придерживается Moeller: исследователь считает, что премия в сделках M&A есть ни что иное как следствие агентской проблемы и оппортунистического поведения менеджеров, которые могут использовать механизмы слияния и поглощения в собственных интересах⁴⁷. К таким же выводам приходит и Yan, который утверждает, что в случае наличия личной заинтересованности агенты могут принимать иррациональные инвестиционные решения, разрушающие стоимость компании, и таким образом наносят ущерб благосостоянию акционеров⁴⁸.

Возникновение премий в слияниях и поглощениях также связано с различным восприятием ценности фирмы и дальнейших перспектив роста у лиц, принимающих решения, данный эффект находит свое отражение в теории самоуверенности. Влияние личностных характеристик менеджеров на финансовую результативность фирмы впервые рассматривалась в сфере интересов когнитивной психологии: в рамках первых исследований изучались такие характеристики агентов как возраст, пол, образование, опыт работы в отрасли, отношение к риску и другие. Jiang et al. определили «самоуверенность» менеджеров (overconfidence) как убежденность в том, что точность знаний, находящихся в их распоряжении, существенно выше, чем в действительности⁴⁹. В результате этого явления лица, принимающие решения, склонны избирательно реагировать на поступающую информацию и игнорировать опасные сигналы, которые противоречат их выводам, таким образом переоценивая вероятность положительных результатов принятых решений.

Nguyen выделяет несколько направлений, в которых можно проследить эффект «самоуверенности» менеджеров, среди которых⁵⁰:

- Переоценка стоимости активов. В данном случае инвесторы склонны больше полагаться на инсайдерскую информацию и в меньшей степени реагировать на публичную информацию, а также недооценивать уровень риска и отдавать предпочтение высоко рискованным ценным бумагам. Chuang и Lee

⁴⁶ Mueller, D.C. and Sirower, M.L. The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia // *Managerial & Decision Economics*. – 2003. – Vol. 24. – p. 373–391.

⁴⁷ Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. Firm size and the gains from acquisitions // *Journal of Financial Economics*. – 2004. – №73. – С. 201-228

⁴⁸ Yan, T. Research on the Influence of CEO Overconfidence and CEO Power on M&A Premium // *Northeast University of Finance and Economics, Shenyang*. – 2016

⁴⁹ Jiang, F.X., Zhang, M. and Lu, Z.F. Overconfidence of Managers, Enterprise Expansion and Financial Distress // *Economic Research*. – 2009. – Vol. 1. – p. 131–143.

⁵⁰ Nguyen, T. T. CEO Overconfidence Effects on Mergers and Acquisitions // *Rahoituksen laitoks*. – 2015

предполагают, что именно поведение самоуверенных инвесторов может являться причиной чрезмерно высокой волатильности, наблюдаемой на рынке ценных бумаг⁵¹.

- Самоуверенность в инвестиционных и финансовых решениях. Рационально действующие агенты оценивают инвестиционную привлекательность проектов исходя из чистой приведенной стоимости денежных потоков и внутренней нормы доходности, в то время как самоуверенные менеджеры больше ориентируются непосредственно на денежные потоки, избегают внешнего финансирования и чаще прибегают к механизмам МВО⁵².
- Самоуверенность в прогнозах. Самоуверенные менеджеры чаще всего дают более оптимистичные прогнозы будущих денежных потоков фирмы и недооценивают волатильность возможных доходов. Для них также характерен эффект «неправильной калибровки», который заключается в использовании точечного, а не интервального оценивания будущих значений⁵³.
- Самоуверенность в M&A. Roll стал одним из первых авторов, выдвинувших гипотезу о том, что «управленческая гордыня» является одним из основных мотивов участия компаний в сделках слияния/поглощения⁵⁴.

Bendavid et al. утверждают, что чем выше уровень самоуверенности у менеджеров, тем выше вероятность инициирования слияния/поглощения⁵⁵, данный вывод подтверждается и исследованием Malmendier и Tate, которые выяснили, что шанс участия компании в сделке M&A на 65% выше, если её руководитель отнесен к категории «самоуверенных», и достигает своего максимума, если сделка направлена на диверсификацию и не требует привлечения внешнего финансирования⁵⁶. Кроме того, переоценка возможных положительных эффектов от M&A зачастую приводит к готовности заплатить выше рыночной стоимости компании-мишени (в результате чего и появляется понятие премий) и может негативно сказываться на эффективности слияния/поглощения.

⁵¹ Chuang, Lee. An Empirical Evaluation of the Overconfidence Hypothesis // Journal of Banking & Finance. – 2006. – Vol. 30. – № 9. – p. 2489–2515.

⁵² Andriosopoulos, D., Andriosopoulos, K., Hoque, H. Information disclosure, CEO overconfidence, and share buyback completion rates // Journal of Banking and Finance – 2013. – Т. 37. – p. 5486–99

⁵³ Hribar, P. and Yang, H. CEO overconfidence and management forecasting // Singapore Management University. – 2013

⁵⁴ Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. – 1986. – Vol. 59. – p. 197–216.

⁵⁵ Bendavid, I., Graham, J.R. and Harvey, C.R. Managerial Miscalibration // Quarterly Journal of Economics. – 2013. – p. 1547–1584.

⁵⁶ Malmendier, U., Tate, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction // Journal of Financial Economics. – 2008. – Vol. 89. – № 1. – p. 20–43.

Так, реакция на объявления о готовящейся сделке в компании под руководством самоуверенного менеджера может быть существенно более негативной по сравнению с аналогичными сделками, но с участием менеджеров, не отнесенных к данной категории (в среднем -90 базисных пунктов против -12 в случае участия рационального агента).

Стоит отметить, что эффект «самоуверенности» лиц, принимающих решения, отличается от оппортунистического поведения менеджеров, поскольку в данном случае агенты верят, что их решения направлены на максимизацию стоимости компании, и, следовательно, в отличие от «строителей империи», они действуют в интересах акционеров⁵⁷. Кроме того, чрезмерно оптимистичные агенты готовы выступить в качестве инвесторов и часто являются владельцами опционов на акции компании. Эти аргументы позволяют сделать вывод о том, что несмотря на кажущееся сходство, проблема «принципал-агент» и эффект «самоуверенности» менеджеров имеют разную природу.

Таким образом, объяснение феномена премии в сделках M&A может строиться исходя из четырех вышеупомянутых концепций, однако современные исследователи стремятся расширить теоретическое обоснование данной проблемы, перенося вопросы о нахождении оптимальной величины премии в область междисциплинарных знаний. Так, Zhang предлагает рассматривать премии в сделках M&A с точки зрения математических методов, теории игр и различных вариантов стратегии предприятия, что поможет компаниям более осознанно подходить к определению оптимального размера премии, повышая при этом эффективность сделок слияния/поглощения⁵⁸.

1.4. Основные факторы влияния на размер премии

Как было упомянуто ранее, величина премии задается разницей между суммой сделки и справедливой стоимостью компании-мишени, однако для выявления факторов, определяющих данную величину, необходимо подробнее остановиться на каждом её компоненте.

Davidson предлагает следующее определение цены в слияниях и поглощениях:

Цена = Ценность компании-мишени + Приведенная ценность синергетических эффектов

Исходя из этого определения, для вычисления размера премии необходимо провести оценку обеих составляющих цены: справедливую стоимость компании-мишени и объем ожидаемых дополнительных эффектов от слияния/поглощения.

⁵⁷ Malmendier, U., Tate, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction // Journal of Financial Economics. – 2008. – Vol. 89. – № 1. – p. 20–43.

⁵⁸ Zhang, C.C. The Review of Factors Affecting Merger Premium // Journal of Service Science and Management. – 2019. – Vol. 12. – p. 200–213.

На основании анализа исследовательских работ, рассматривающих влияние различных факторов на размер премий в сделках слияния/поглощения, можно сказать, что основными детерминантами являются⁵⁹:

- Финансовые результаты и операционные показатели деятельности целевой компании

В первую очередь в качестве факторов, определяющих размер премии в сделках слияния и поглощения, рассматривались операционные и финансовые показатели целевой компании, которые изучались вне контекста ожидаемых синергетических эффектов. Так, исследователи выявили положительное направление взаимосвязи между величиной премии и доходностью собственного капитала целевой фирмы, а также потенциальным увеличением стоимости её активов⁶⁰. Кроме того, была обнаружена обратная взаимосвязь между премией и отношением рыночной и балансовой стоимостей приобретаемой компании⁶¹. Статистически значимые связи существуют также между премией и такими факторами, как отношение обязательств к активам и размер чистого оборотного капитала. Данные коэффициенты являются важными при определении величины премии, поскольку могут демонстрировать степень успешности деятельности компании-мишени и таким образом влиять на восприятие целевой фирмы рынком.

- Выбор способа оплаты сделки

Данный эффект был обнаружен Wansley, Lane, Yang: на примере 203 сделок слияния/поглощения исследователи доказали наличие статистически значимой взаимосвязи между способом финансирования и величиной премии, которая повышается в случае оплаты денежными средствами⁶². Такая закономерность связана в первую очередь с особенностями налоговых отчислений, напрямую зависящих от выбора способа оплаты сделки M&A. Налоговые обязательства, по которым вынуждены отвечать акционеры приобретаемой компании, снижают вероятность того, что предложение о поглощении будет принято, следовательно, для успешного осуществления сделки поглотитель вынужден заплатить большую премию⁶³. Данная гипотеза подтверждается работой Dhaliwal et al., выявившими на примере сделок компаний в здравоохранительной отрасли

⁵⁹ Назарова, В.В., Шемякина, О.Р. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // Корпоративные финансы. – 2015

⁶⁰ Crawford D. and Lechner T. Takeover Premiums and Anticipated Merger Gains in the U.S. Market for Corporate Control // Journal of Business, Finance & Accounting. – 1996. – Vol. 23. – p. 807–829.

⁶¹ Walkling, R., Edmister, R. Determinants of Tender Offer Premiums // Financial Analysts Journal. – 1985. – Vol. 41. – № 1. – p. 27–37.

⁶² Wansley, J.W., Lane, W.L., Yang, H.C. Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment // Financial Management. – 1983. – Vol. 12. – № 3. – p. 16–22.

⁶³ Dinnison, I. Australia opts for rollover relief // International Tax Review. – 2000. – Vol. 11(7). – p. 49.

США положительную взаимосвязь между размером премии и ставкой налога на прирост капитала⁶⁴.

- Наличие или отсутствие конкурентного окружения на этапе согласования сделки

Влияние наличия других претендентов на приобретение выбранной компании-мишени на величину премии было доказано в работах Slusky A. и Caves R.⁶⁵ и Walkling, Edmister, которые объяснили наличие премии в сделках М&А активностью конкурентного окружения: в ситуации, когда две или более фирмы конкурируют с целью приобретения одного и того же актива, цена объекта сделки будет увеличиваться до тех пор, пока продавец актива не будет удовлетворен или другие игроки не откажутся от сделки⁶⁶. Теоретическое обоснование данного эффекта было построено на базе теории игр. Так, А. А. Давиденко для определения допустимого интервала величины премии в сделках М&А с наличием конкурентного окружения предлагает рассматривать слияния и поглощения с точки зрения теории аукционов, что позволяет учитывать различные варианты оценок стоимости приобретаемой компании, а также реакции игроков на сигналы от других участников процесса объединения⁶⁷.

Помимо этого, на размер премии существенное влияние оказывают ожидаемые синергетические эффекты, а именно:

- Операционная синергия

Под операционной синергией подразумевается извлечение дополнительных преимуществ за счет объединения производственных активов и достижения эффекта масштаба, а также получение доступа к технологиям, центрам научных исследований и разработок, деталям и компонентам – в случае вертикальной интеграции назад, дополнительным каналам сбыта – при вертикальной интеграции вперед. В качестве дополнительных выгод могут также быть рассмотрены оптимизация логистических сетей, преимущества от объединения брендов, возможности выхода на новые рынки или укрепления конкурентного положения на существующем. Sirower доказал наличие положительной взаимосвязи между величиной ожидаемой операционной синергии и

⁶⁴ Dhaliwal, D. S., Erickson, M. M., Heitzman, S. The effect of seller income taxes on acquisition price: Evidence from purchases of taxable and tax-exempt hospitals // Journal of the American Taxation Association. – 2004. – Vol. 26(2). – p. 1–21.

⁶⁵ Slusky, A., Caves, R. Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers // The Journal of Industrial Economics. – 1991. – Vol. 39. – № 3. – p. 277–296.

⁶⁶ Walkling, R., Edmister, R. Determinants of Tender Offer Premiums // Financial Analysts Journal. – 1985. – Vol. 41. – № 1. – p. 27–37.

⁶⁷ Давиденко А. А. Учет активности конкурентного окружения в оценке премии в сделках слияния и поглощения // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2014. – no. 8 (68). – p. 25.

размером премии в сделках M&A⁶⁸, более того, исследование Rose показало, что зачастую приобретающие компании склонны переоценивать возможные операционные выгоды от объединения, в следствие чего размер выплаченной премии является избыточным⁶⁹.

- Финансовая синергия

Эффект финансовой синергии заключается в снижении требуемой доходности на собственный капитал и, как следствие, уменьшение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) для объединенной фирмы за счет появления дополнительных возможностей привлечения внешнего финансирования или оптимизации налогообложения. Slusky, Caves выявили прямое направление взаимосвязи между величиной премией и наличием финансовой синергии, выраженной в снижении стоимости капитала для компании-покупателя⁷⁰, данные выводы подтверждаются и исследованием Varaiya, где была исследована взаимосвязь уплаченной премии с эффектами операционной и финансовой синергии, описанных одной переменной⁷¹.

- Эффект от устранения неэффективности управления целевой компании

Впервые синергетический эффект от улучшения качества менеджмента был выявлен Manne, данная закономерность основывается на предположении о том, что более совершенные системы управления позволяют извлекать большие выгоды из одинаковых активов, следовательно, это явление может оказывать влияние на стоимость компании и классифицироваться как один из видов синергии⁷². Malatesta доказал наличие положительной взаимосвязи между величиной премии в сделках M&A и синергетическим эффектом от устранения неэффективности менеджмента⁷³. Кроме того, низкое качество управления находит свое отражение в финансовых результатах компании, что может существенно понизить цену акций компании и сделать её мишенью для враждебного поглощения.

- Эффект диверсификации активов

Elgers, Clark выяснили, что премии, выплачиваемые компаниями-покупателями, существенно выше в случае конгломератных слияний/поглощений, основной целью

⁶⁸ Sirower, M. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game // New York: The Free Press. – 1997

⁶⁹ Rose, P. The Impact of Merges in Banking // Journal of Economics and Business. – 1987. – Vol. 39. – p. 289–312

⁷⁰ Slusky, A., Caves, R. Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers // The Journal of Industrial Economics. – 1991. – Vol. 39. – № 3. – p. 277–296.

⁷¹ Varaiya, N. Determinants of Premiums in Acquisition Transactions // Managerial and Decision Economics. – 1987. – Vol. 8. – № 3. – p. 175–184.

⁷² Manne, H. Mergers and the Market of Corporate Control // Journal of Political economy. – 1965. – Vol. 73. – p. 110–120.

⁷³ Malatesta, P. The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms // Journal of Financial Economics. – 1983. – Vol. 11. – p. 155–181

которых является диверсификация активов⁷⁴. Это явление может быть связано с тем, что зачастую конгломератные сделки M&A носят враждебный характер, следовательно, для успешного поглощения приобретающая компания вынуждена предложить наиболее выгодную цену для акционеров компании-мишени, устранив при этом проблему сопротивления управленческого аппарата присоединяемой фирмы. Кроме того, этот эффект объясняет невысокий уровень прибыльности конгломератных слияний/поглощений, поскольку в отличие от объединений с целью вертикальной или горизонтальной интеграции, возможности извлечения операционной и финансовой синергии невелики.

Wickramanayake и Wood отмечают, что на размер премии в сделках M&A могут повлиять взаимоотношения между компаниями-участницами, особенно если у поглощающей компании уже есть некоторый пакет акций приобретаемой компании⁷⁵. Согласно исследованию Goldman и Qian, с увеличением доли целевой фирмы во владении компании-поглотителя до официального предложения об объединении премия, выплачиваемая при формировании контрольного пакета акций, уменьшается⁷⁶. Гипотеза, выдвинутая авторами в данной работе, может привести к выводу о том, что для наиболее выгодного приобретения компании-мишени поглотитель должен стремиться заполучить максимально возможный в рамках действующего законодательства пакет акций, однако это предположение не подтверждается эмпирическими данными. Считается, что большинство компаний не могут сформировать пакет акций оптимального размера до предложения о сделке M&A, что связано с компромиссом между малой величиной премии и возможными потерями в стоимости в случае, если предложение об объединении будет отклонено.

Одним из важных факторов может стать и характер слияния/поглощения, в частности, наличие такого явления как сопротивление менеджеров компании-мишени. Зачастую акционеры целевых фирм отклоняют предложения об объединении поскольку считают, что оценка их компании существенно занижена, и используют оборонительные тактики, чтобы заставить приобретающее предприятие увеличить цену, тем самым повышая размер премии⁷⁷. Предположение о том, что премии в сделках M&A существенно выше в случаях, когда целевая компания отклоняет предложение первоначальной цены в период после объявления о готовящемся объединении, подтверждается эмпирическими

⁷⁴ Elgers, P. and Clark J. Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence // Financial Management. – 1980. – p. 66–72.

⁷⁵ Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

⁷⁶ Goldman, E., and Qian, J. (2005). Optimal toeholds in takeover contests // Journal of Financial Economics. – 2005. – Vol. 77(2). – p. 321–346.

⁷⁷ Schwert, G. W. Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55(6).

исследованиями. Особые закономерности в сопротивлении менеджеров также прослеживаются в ситуациях наличия управленческой собственности в компании-мишени. В работе Hartzell et al. приведены доказательства того, что в случаях, когда доля компании во владении менеджеров ниже средних показателей в отрасли, премии в сделках слияния/поглощения понижаются в связи с меньшей степенью управленческого сопротивления и разнонаправленностью целей акционеров и агентов целевой компании⁷⁸. Таким образом, повышение концентрации собственности в руках менеджмента увеличивает вероятность получения целевой фирмой более высокой премии в случае M&A.

Премии в сделках слияния/поглощения зависят и от макроэкономических факторов, характерных для стран базирования компаний участниц. В качестве основных детерминант данной категории исследователи выделяют степень развития экономических и правовых институтов, отношение к риску, уровень коррупции и культурную дистанцию. Так, John et al. приходят к выводу, что премия относительно выше на рынке с более высокой степенью защищенности инвесторов⁷⁹, данная гипотеза подтверждается и в работе Pan et al., рассмотревших китайский рынок M&A⁸⁰. В то же время, Bris et al. доказали, что премия в трансграничных сделках M&A зависит и от принятых стандартов бухгалтерского учета в стране базирования целевой фирмы: чем современнее используемые правила и процедуры, тем большую цену готова заплатить поглощающая компания⁸¹. Данный эффект связан в большей степени с полнотой получаемой информации и возможностью сопоставить результаты деятельности целевой фирмы с большим количеством аналогичных компаний во время проведения комплексной оценки, что может существенно сказаться на точности прогнозов дополнительных выгод от потенциального объединения. С другой стороны, Wen выяснил, что величина премии отрицательно коррелирует с уровнем дистанции власти, коррупции и избегания риска⁸². Более того, размер премии существенно ниже, если компания-мишень базируется в стране с коллективистской экономикой.

К макроэкономическим факторам можно отнести и отраслевые характеристики, такие как масштаб, концентрация производства, уровень конкуренции и перспективы роста, которые приобретают особую значимость, если в сделке M&A участвуют компании разных

⁷⁸ Hartzell, J. C., Ofek, E., Yermack, D. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired // *Review of Financial Studies*. – 2004. – Vol. – 17(1). – p. 37–61.

⁷⁹ John, K., Freund, S. and Nguyen, D. Investor Protection and Cross-Border Acquisitions of Private and Public Targets // *Journal of Corporate Finance*. – 2010. – Vol. 16. – p. 259–275

⁸⁰ Pan, X.Y., Chen, H.S. The Impact of Investor Protection and Marketization on Technology M&A Premium // *Monthly Journal of Finance and Accounting*. – 2014. – Vol. 24. – p. 7–12.

⁸¹ Bris, A., Cabolis, C. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers // *Social Science Electronic Publishing*. – 2008. – p. 605–648.

⁸² Wen, R. Risk Concept, M&A Premium and M&A Completion Rate // *Financial Research*. – 2015. – Vol. 8. – p. 191–206.

секторов. Одним из наиболее значимых среди перечисленных показателей может считаться темп роста отрасли, поскольку данный показатель оказывает непосредственное влияние на формирование стоимости компаний на рынке, однако позитивные ожидания относительно будущего развития отрасли могут привести к переоценке приобретаемой фирмы и потенциальных синергетических эффектов, что неизбежно приводит к завышенному размеру премии⁸³. Кроме того, существенное влияние оказывают и характеристики рыночной среды, в частности, если компании действуют на высококонкурентных рынках, премия в сделках М&А как правило выше⁸⁴.

Примером исследования, посвященного отраслевым характеристикам компаний-участниц может послужить работа Laamanen, который рассматривает наукоемкие компании из быстроразвивающихся отраслей и отмечает, что такие узкоспециализированные фирмы с малыми масштабами деятельности крайне ограничены собственными компетенциями и ресурсами, что заставляет их тщательнее выбирать целевую фирму для достижения максимальных синергетических эффектов и ориентироваться в первую очередь на объемы инвестиций в НИОКР, которые объединенная компания сможет позволить себе после завершения сделки. Чем выше уровень НИОКР у нового предприятия, тем больше размер премии при М&А⁸⁵.

Таким образом, в рамках современных исследований рассматривается широкий перечень детерминант премий в сделках слияния/поглощения, которые не только опираются на характеристики сделки и показатели деятельности компаний-участниц, но и учитывают страновые и отраслевые особенности, которые могут оказывать существенное влияние на контекст готовящегося объединения, и, как следствие, на эффективность принимаемых решений.

1.5. Подходы к оценке компании-мишени

Приобретение выбранной компании-мишени по наиболее выгодной цене требует от поглощающей фирмы высокой степени владения информацией и переговорной силы. В случае поглощения проблема определения справедливой цены становится одним из основных вопросов для обсуждения в процессе заключения сделки, поскольку предложение, выдвинутое поглотителем на первых этапах обмена информацией может быть скорректировано по мере поступления дополнительных сведений, следовательно,

⁸³ Madura, J. Ngo, T. Determinants of the Medium of Payment Used to Acquire Privately-Held Targets // Journal of Economics & Finance. – 2012. – Vol. 36. – p. 424–442.

⁸⁴ Mandelker, G. Risk and Return: The Case of Merging Firms // Journal of Financial Economics. – 1974. – Vol. 1. – p. 303–335

⁸⁵ Laamanen, T. On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research // Strategic Management Journal. – 2008. – Vol. 28. – p. 1359–1369.

процесс определения истинной стоимости компании требует существенных затрат времени и ресурсов⁸⁶. Ситуация усложняется тем, что интересы компаний-участниц в отношении цены противоположны: поглощающая фирма должна не допустить переоценки с целью извлечения максимального положительного эффекта от слияния/поглощения, в то время как менеджеры приобретаемого предприятия действуют в интересах акционеров и стремятся достичь самой высокой цены.

Стоит отметить, что проблема определения уровня финансовой устойчивости целевой компании не существует изолированно от контекста внешней среды и тесно взаимосвязана с тенденциями отрасли, к которой относится рассматриваемое предприятие, а также другими макроэкономическими характеристиками. Такие показатели, как фаза экономического цикла, уровень безработицы, темп роста инфляции и другие значимые факторы также требуют анализа, основная цель которого – получение максимального количества достоверной информации для составления наиболее точных прогнозов будущего⁸⁷.

Существуют несколько относительно надежных методов, которые используются при определении цены в сделках слияния/поглощения, Rosenbaum et al. разделяют их на три группы⁸⁸:

- Метод дисконтированных денежных потоков (DCF)

Наиболее распространенный подход, в основе которого лежат временная стоимость денег и прогнозные денежные потоки, которые компания ожидает получить в будущем. Составление точных прогнозов будущих денежных потоков требует полной и достоверной информации о текущем финансовом положении выбранной целевой фирмы. Для вычисления приведенной стоимости денежных потоков компании необходимо также определить ставку дисконтирования, на практике чаще всего используется средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Стоит отметить, большую значимость приобретает волатильность ожидаемых доходов и платежей, однако эффект неопределенности может быть учтен с использованием современных информационных технологий, что дает возможность получить оценки относительно высокого уровня точности. По мнению Copeland et al., наибольшую сложность вызывает вычисление терминальной стоимости фирмы (за пределами прогнозного периода), поскольку даже

⁸⁶ Novikova, E., Gogova, M., Matlievska, M., Sajnoski, K. Selecting and assessing a target firm for an international merger or acquisition // International Jubilee Scientific Conference: Economy and Management in the 21st Century – Solutions for Stability and Growth. – 2011

⁸⁷ Arzac, E. Valuation for mergers, buyouts and restructuring // New York: John Wiley & Sons. – 2005

⁸⁸ Rosenbaum, J., Pearl, J. Investment Banking: Valuations, LBO, Mergers and Acquisitions // John Wiley & Sons Inc., New Jersey. – 2009

незначительное изменение прогнозных показателей – ожидаемых темпов роста доходов и затрат – может существенно повлиять на результаты⁸⁹.

- Метод мультипликаторов

Данная группа методов основана на определении типичных характеристик компании-мишени с целью сравнения её с выбранными компаниями-аналогами, которые являются публичными и активно торгуются на рынке. Преимущество такого подхода заключается в том, что компании-аналоги обладают заранее известной рыночной стоимостью, однако открытыми остаются два принципиально важных вопроса: какие характеристики целевой компании следует рассматривать при сравнении и какими принципами следует руководствоваться при выборе компаний-аналогов? Вторая проблема обостряется в случае мелких приобретаемых фирм, поскольку для них может не найтись сопоставимых по размеру компаний-аналогов, действующих в той же отрасли. Стоит отметить, что инструменты данной группы подразумевают использование исторических данных и не позволяют оценивать перспективы роста компании-мишени, которые являются значимым компонентом стоимости.

В качестве ключевых характеристик для сравнения чаще всего используются:

1. операционная прибыль, чистая прибыль, доход на акцию;
2. выручка и общий операционный доход;
3. балансовая стоимость активов.

Наиболее распространенными мультипликаторами являются соотношение Цена/Прибыль (P/E Ratio) и Активы/Объем продаж (Assets/Sales Ratio). Мультипликатор Цена/Прибыль часто используется для установления первоначальной цены в сделках слияния/поглощения, поскольку он позволяет вычислить стоимость компании, которая будет приближена к справедливой рыночной цене. Коэффициент Активы/Объем продаж сравнивается с аналогичными показателями компаний в отрасли, на основании чего можно сделать выводы о том, насколько балансовая стоимость активов приближена к их реальной ценности⁹⁰.

- Методы, основанные на стоимости активов

Данная группа методов традиционно используется в случае, если рассматриваемая целевая фирма работает с убытком, поскольку в таком случае применение мультипликаторов и прогнозирование будущих денежных потоков является затруднительным. Несмотря на то, что данный подход может давать заниженную оценку

⁸⁹ Copeland, T., Koller, T., and Murrin, J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies // New York: John Wiley & Sons. – 1991

⁹⁰ Arzac, E. Valuation for mergers, buyouts and restructuring // New York: John Wiley & Sons. – 2005

стоимости фирмы, полученные результаты как правило являются достаточно надежными и представляют собой довольно точную оценку ценности активов, находящихся в распоряжении компании⁹¹. При наличии соответствующих временных и профессиональных ресурсов данные методы можно комбинировать с инструментами других групп для получения более полной картины.

Наиболее распространенными методами, принадлежащими к данной группе, являются⁹²:

- Оценка скорректированной балансовой стоимости активов – подразумевает вычисление балансовой стоимости активов с учетом накопленной амортизации, однако в силу того, что балансовая стоимость может не соответствовать рыночной ценности активов в собственности компании, в некоторых случаях необходимо внесение дополнительных корректировок. Существенным недостатком данного метода является невозможность точной оценки нематериальных активов фирмы, таких как деловая репутация, человеческий капитал, ценность бренда, специфические компетенции и другие.
- Оценка ликвидационной стоимости компании – данный подход основан на изучении ценности компании, которая осталась бы в распоряжении акционеров после прекращения деятельности фирмы и закрытия обязательств перед кредиторами. Этот метод используется преимущественно в ситуации, когда целевая фирма долгое время работает неэффективно и вынуждена привлекать дополнительное финансирование, увеличивая при этом объем совокупных обязательств. Основная цель оценки в данном случае заключается в вычислении разницы между совокупными активами и обязательствами компании и принятии решения о том, что более предпочтительно: осуществить интеграцию приобретенной фирмы или использовать исключительно её активы.
- Оценка стоимости замещения активов – в данном подходе ценность компании рассматривается как суммарная стоимость всех материальных и нематериальных активов, логика этого метода заключается в определении потенциальных затрат, которые необходимо понести для создания аналогичной сопоставимой по размеру компании без учета структуры финансирования. Результаты, полученные с использованием данного подхода, максимально приближены к

⁹¹ Damodaran, A. Investment valuation // New York: John Wiley & Sons. – 2002

⁹² Novikova, E., Gogova, M., Matlievska, M., Sajnoski, K. Selecting and assessing a target firm for an international merger or acquisition // International Jubilee Scientific Conference: Economy and Management in the 21st Century – Solutions for Stability and Growth. – 2011

действительной стоимости целевой компании, однако для его применения необходимы исключительные экспертные знания и опыт в оценке стоимости нематериальных активов.

Многообразие подходов к оценке компании-мишени позволяет поглощающей фирме комбинировать различные методы и проводить комплексный анализ для формирования более полного представления о перспективах объединения и возможных результатах сделки, которые должны быть приняты во внимание при определении цены и оптимального размера премии.

1.6. Особенности слияний и поглощений в странах БРИКС

Традиционно слияния и поглощения рассматривались как один из способов достижения операционной эффективности и усиления рыночной позиции, в настоящее время фокус внимания компаний смещается в сторону обеспечения присутствия на зарубежных рынках и извлечения конкурентных преимуществ за счет более высоких темпов роста и выгод от географической диверсификации и размещения активов организации на территории нескольких государств, что позволяет фирмам снижать подверженность рыночным рискам, характерным для конкретной страны. В то же время, в контексте постоянно изменяющейся макросреды компании вынуждены следовать за мировыми тенденциями в экономическом развитии, что увеличивает активность М&А на развивающихся рынках капитала. Рынки развивающихся стран являются особенно привлекательными для инвесторов, поскольку открывают широкие инвестиционные возможности и позволяют достичь крайне высоких темпов роста фирм в силу наличия неудовлетворенного потребительского спроса на многих продуктовых рынках, а также более низкой стоимости финансовых и трудовых ресурсов.

Аббревиатура БРИК для обозначения группы стран, включающих Бразилию, Россию, Индию и Китай, была предложена экспертами в 2001 году, когда темпы роста экономик этих государств превысили ожидания инвесторов⁹³. Несколько лет спустя к этой группе была также добавлена Южная Африка, экономика которой по размерам и темпам роста сопоставима с экономиками других стран группы. В соответствии с работой Phiri, в настоящее время на долю стран БРИКС приходится более 40% населения, которые обеспечивают более 45% мировой рабочей силы, в то же время, вклад экономик стран группы в мировой ВВП составляет 25%, что придает им большую значимость на международной арене⁹⁴.

⁹³ Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // LUISS Libera Università. – 2014

⁹⁴ Phiri, A. Robust analysis of convergence in per capita GDP in BRICS economies // Munich Personal RePEc. – 2018

Страны БРИКС являются важными стратегическими центрами, где передовые мировые компании предпочитают размещать свои производственные мощности и центры инноваций, при этом одним из наиболее популярных способов проникновения на рынки этих стран являются слияния и поглощения⁹⁵. По данным исследования Kinateder, Fabich и Wagner, более 60% сделок M&A в развивающихся странах происходит с участием компаний, базирующихся в странах группы БРИКС, авторы ожидают сохранения этой тенденции на протяжении следующих лет⁹⁶. Baker и McKenzie утверждают, что существенный сдвиг в сторону развивающихся экономик на мировом рынке слияний и поглощений начался в 2013 году, авторы объясняют это последствиями мирового финансового кризиса, который заставил многие компании использовать трансграничные слияния и поглощения с целью освоения новых географических рынков, в частности рынков развивающихся стран, которые были в меньшей степени затронуты спадом в мировой экономике⁹⁷.

Динамика рынка слияний и поглощений стран БРИКС представлена на Рисунке 2. Несмотря на постепенное снижение совокупного объема сделок после 2015 года, число проводимых объединений остается относительно постоянным с небольшим ростом (около 2,7%) в 2019 году.

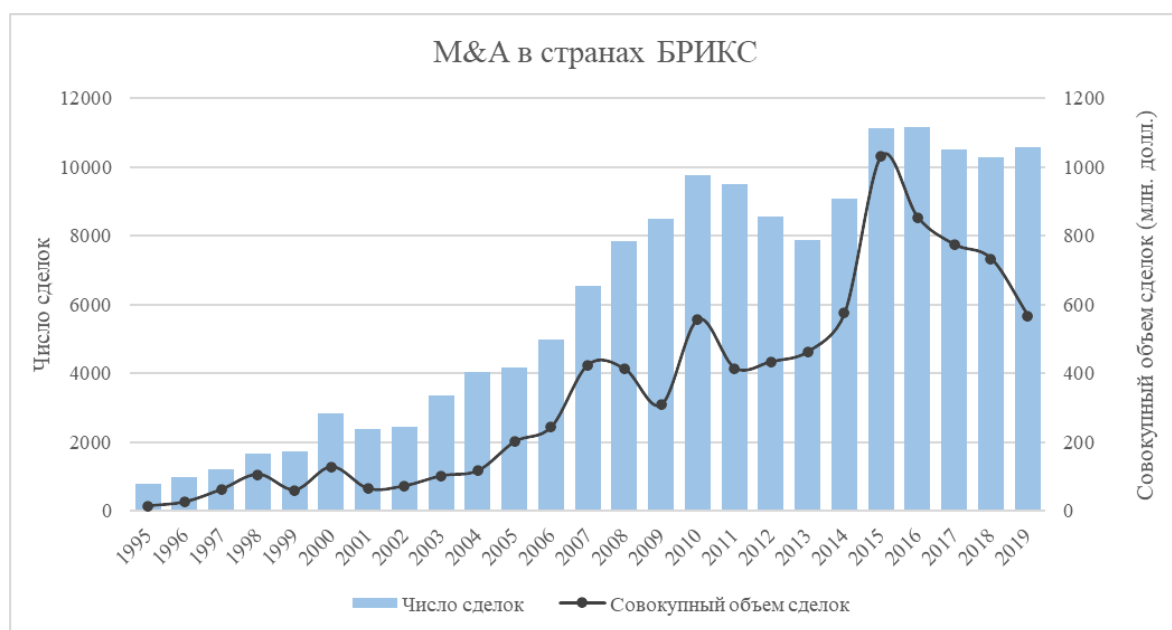


Рис.2. Динамика рынка M&A в странах БРИКС

[Источник: IMAA analysis, imaa-institute.org]

⁹⁵ Yen, T. Y., Andre, P. Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets // The Quarterly Review of Economics and Finance. – 2019. – Vol. 71. – p. 114–131

⁹⁶ Kinateder, H., Fabich, M., Wagner, N. Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets // Emerging Markets Review. – 2017. – Vol. 32. – p. 190–199

⁹⁷ Baker, McKenzie. Opportunities Across High-growth Markets: Trends in Cross-border M&A. – 2013

Привлекательность стран группы БРИКС для зарубежного инвестирования обусловлена рядом макроэкономических и институциональных факторов. В первую очередь стоит отметить доступность трудовых и энергетических ресурсов, которая позволяет транснациональным корпорациям перемещать производственные мощности с целью существенного снижения эксплуатационных расходов и затрат на персонал. В то же время, государства, ранее прибегавшие к протекционистской политике, сейчас снижают торговые барьеры для привлечения большого объема иностранных инвестиций. Значимыми факторами для зарубежных компаний являются также высокие темпы роста продуктовых рынков и увеличивающаяся покупательская способность населения, которые в совокупности приводят к растущему объему потребления⁹⁸. Кроме того, непрерывное увеличение численности среднего класса и изменение структуры потребления и потребительских предпочтений, которые становятся все более приближены к западному образу жизни, позволяют фирмам выявлять наиболее благоприятные возможности для инвестирования, значительно увеличивать число клиентов и извлекать конкурентные преимущества за счет уникальных продуктов и поиска новых способов удовлетворения запросов клиентов. Еще одним важным фактором являются постоянные технологические улучшения и совершенствование практик корпоративного управления, необходимые местным компаниям, чтобы выстоять в конкурентной борьбе с крупными международными игроками.

Важную роль в активности M&A в развивающихся странах играет политический и культурный контекст. Так, постоянное усложнение и расширение китайского рынка постепенно снижает уровень недоверия к иностранным компаниям, что способствует увеличению числа объединений. Кроме того, по мнению Dikova et al., существенное влияние на количество слияний и поглощений с участием китайских компаний оказывает изменение дистанции между фирмами и финансовыми институтами, которые все чаще выступают посредниками в сделках M&A, оказывая юридическое и консультационное сопровождение компаниям-участницам⁹⁹.

Наличие культурной дистанции между странами базирования компаний-участниц также является одним из значимых факторов при совершении слияний и поглощений. Несмотря на то, что согласно исследованию Juasrikul et al., культурные различия как правило негативно сказываются на результатах сделок M&A в странах БРИКС, в случае с

⁹⁸ Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // LUISS Libera Università. – 2014

⁹⁹ Dikova, D., Panibratov, A., Veselova, A., & Ermolaeva, L. The joint effect of investment motives and institutional context on Russian international acquisitions // International Journal of Emerging Markets. – 2016. – Vol. 11(4). – p. 674–692.

китайскими и южноафриканскими компаниями наблюдается положительная взаимосвязь между эффективностью трансграничного объединения и степенью культурной разрозненности стран базирования поглощающей компании и компании-мишени¹⁰⁰.

Исследователи отмечают, что сделки M&A, совершаемые с участием компаний из стран БРИКС как правило создают ценность для фирм-участниц. Yim и Liu утверждают, что преобладающими мотивами подобных объединений выступают извлечение конкурентных преимуществ за счет доступа к уникальным активам, а также технологические, управленческие и предпринимательские преимущества¹⁰¹. Еще одним общим мотивом является стремление к повышению узнаваемости брендов и получения доступа к глобальным рынкам для приобретения опыта ведения международных операций. Deng и Yang доказали, что транснациональные слияния и поглощения положительно сказываются на результативности компаний из стран группы БРИКС, данный тип M&A особенно популярен среди китайских фирм, которые стремятся к быстрой международной экспансии и стремительному увеличению рыночной доли¹⁰².

Несмотря на схожесть мотивов M&A внутри группы, каждая страна обладает собственными специфическими характеристиками. Так, индийские фирмы чаще всего инициируют слияния и поглощения для достижения эффекта масштаба, увеличения производственной эффективности и снижения затрат на НИКОР¹⁰³. Главным мотивом бразильских компаний является стремление к достижению операционной и управленческой синергии, в то время как российские организации используют M&A для приобретения центров инноваций, позволяющих существенно увеличивать технологические преимущества фирмы¹⁰⁴.

Общие черты в слияниях и поглощениях в странах БРИКС наблюдаются и в отношении характеристик компаний-участниц. Gao и Li отмечают, что фирмы-покупатели из развивающихся стран предпочитают приобретать только промышленно развитые компании, при этом для увеличения производственной эффективности китайские организации чаще всего выбирают мишени на развитых рынках, в то время как индийские

¹⁰⁰ Juasrikul, S., Sahaym, A., Yim, H. (Sean), Liu, R. L. Do cross-border alliances with MNEs from developed economies create firm value for MNEs from emerging economies? // *Journal of Business Research*. – 2018. – Vol. 93. – p. 98–110

¹⁰¹ Juasrikul, S., Sahaym, A., Yim, H. (Sean), Liu, R. L. Do cross-border alliances with MNEs from developed economies create firm value for MNEs from emerging economies? // *Journal of Business Research*. – 2018. – Vol. 93. – p. 98–110

¹⁰² Deng, P., & Yang, M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation // *International Business Review*. – 2014. – Vol. 24(1). – p. 157–172

¹⁰³ Khan, A. A. Merger and acquisitions (M&As) in the Indian banking sector in post liberalization regime // *International Journal of Contemporary Business Studies*. – 2011. – Vol. 2. – p. 31–44.

¹⁰⁴ Pamplona, E., Junior, P. R. Analysis of mergers and acquisitions in Brazilian companies // *African Journal of Business Management*. – 2013. – Vol. 7(26). – p. 2625–2633

поглотителю присматриваются к компаниям как в развитых, так и в развивающихся странах¹⁰⁵. Существенной характеристикой для принятия решений о слияниях и поглощениях являются расходы на НИОКР и практики управления человеческими ресурсами. Работа Zhang et al. показывает, что удержание талантов является крайне важным для достижения запланированных результатов сделки, именно поэтому китайские компании в большей степени ориентированы на приобретение фирм, обладающих ценными кадрами¹⁰⁶. Помимо этого, поглощающие компании из стран БРИКС обращают внимание на такие характеристики компаний-мишеней, как уровень технического оснащения производств, наличие специализированных центров инноваций структуру капитала, а также долю государственного участия. Несмотря на то, что высокая доля государственной собственности может приносить определенные выгоды, компании как правило избегают подобных сделок, особенно транснациональных, поскольку стремятся облегчить процесс интеграции и минимизировать количество ограничений при принятии стратегических решений¹⁰⁷.

Несмотря на то, что для компаний в странах группы БРИКС открыты широкие инвестиционные возможности благодаря высоким темпам роста экономики, транснациональные компании вынуждены принимать во внимание ряд институциональных несовершенств, способных существенно повлиять на успешность реализации проектов, в частности слияний и поглощений. Наиболее частая проблема, с которой сталкиваются иностранные инвесторы на развивающихся рынках капитала – это отсутствие специализированных посредников для совершения сделок и низкий уровень эффективности регуляторных механизмов, обеспечивающих исполнение контрактных обязательств и защиту капиталовложений¹⁰⁸. Зачастую западные компании игнорируют эту особенность развивающихся стран и ожидают такую же высокую степень раскрытия и достоверности поступающей информации, а также эффективности рыночных механизмов, как и на внутренних рынках. Чтобы учитывать различия в институциональном контексте при принятии решения о слияниях и поглощениях, менеджерам приобретающей фирмы необходимо принять во внимание степень экономической стабильности и политического риска, уровень международной конкурентоспособности, качество управления в

¹⁰⁵ Gao, Y., & Li, J. (2012). Access to global market of China's private firms in manufacturing: A multiple case study // *Journal of Convergence Information Technology*. – 2012. – Vol. 7(17). – p. 16–24

¹⁰⁶ Zhang, J., Ahammad, M. F., Tarba, S., Cooper, C. L., Glaister, K. W., & Wang, J. The effect of leadership style on talent retention during merger and acquisition integration: Evidence from China // *International Journal of Human Resource Management*. – 2015. – Vol. 26(7). – p. 1021–1050.

¹⁰⁷ Там же

¹⁰⁸ Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // *LUISS Libera Università*. – 2014

государстве и уровень развития сопоставимых рынков. Для решения данной задачи можно использовать соответствующие составные индексы¹⁰⁹:

1. Индекс глобальной конкурентоспособности. Индекс оценивает способность государства и его институтов обеспечивать устойчивые темпы роста национальной экономики в среднесрочной перспективе, показатель рассчитывается по методологии, разработанной экспертами Всемирного экономического форума¹¹⁰.
2. Качество государственного управления. Данный показатель оценивается с помощью шести составных индексов, рассчитанных по методологии Всемирного банка. Индекс позволяет оценить различные составляющие политических процессов, такие как стабильность государственных институтов, качество услуг и реализации внутренней политики, уровень преступности и надежность законодательных норм, отношение к коррупции и другие¹¹¹.
3. Рейтинг стран мира по восприятию коррупции. Индекс оценивает распространенность коррупции в государстве, при этом данное понятие определяется как любое злоупотребление служебным положением с целью извлечения личной выгоды. Методология расчета была предложена международной организацией Transparency International¹¹².

Описанные выше показатели для стран группы БРИКС представлены в Таблице.

Таблица 2. Индексы для стран группы БРИКС

Индекс	Бразилия	Россия	Индия	Китай	Южная Африка
Индекс глобальной конкурентоспособности (2019)	60.9 (+1.4)	66.7 (+1.1)	61.4 (-0.7)	73.9 (+1.3)	62.4 (+1.7)
Качество государственного управления (percentile ranking, 2018)					
Учёт мнения населения и подотчётность государственных органов	60.6	19.2	60.1	8.9	70.4

¹⁰⁹ Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // LUISS Libera Università. – 2014

¹¹⁰ Индекс глобальной конкурентоспособности. Гуманитарный портал [Электронный ресурс] / Гуманитарный портал. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/global-competitiveness-index/info>, свободный. – Загл. с экрана (19.03.2020)

¹¹¹ Качество государственного управления. Гуманитарный портал [Электронный ресурс] / Гуманитарный портал. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/governance-matters/governance-matters-info>, свободный. – Загл. с экрана (16.03.2020)

¹¹² Рейтинг стран мира по уровню восприятия коррупции. Гуманитарный портал [Электронный ресурс] / Гуманитарный портал. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/corruption-perceptions-index/info>, свободный. – Загл. с экрана. (15.03.2020)

Индекс	Бразилия	Россия	Индия	Китай	Южная Африка
Политическая стабильность и отсутствие насилия	39.1	29.0	14.8	36.7	36.2
Эффективность работы правительства	36.1	51.0	63.9	69.7	66.3
Качество законодательства	39.9	31.7	46.6	48.1	61.5
Верховенство закона	44.2	20.7	55.3	48.1	50.0
Сдерживание коррупции	40.4	21.2	49.5	45.7	57.2
Рейтинг стран мира по восприятию коррупции (из 181 страны, 2019)	105	138	78	87	73
Вес в Emerging Markets Index (MSCI), 2019	7.23%	3.77%	9.16%	33.00%	5.89%

Анализ представленных значений индексов позволяют сделать вывод о том, что страны из группы БРИКС обладают достаточно высоким уровнем конкурентоспособности, при этом темпы роста и стабильность экономик этих государств увеличивается с течением времени, о чем свидетельствует положительная динамика соответствующего показателя. В рейтинге стран по индексу глобальной конкурентоспособности БРИКС опережают почти половину представленных государств и занимают от 30 до 70-ой позиции (из 141 страны)¹¹³.

Несмотря на это, страны участницы группы отстают от развитых государств по качеству государственного управления, низкие значения индексов данной категории свидетельствуют об определенных институциональных несовершенствах. В качестве ярких примеров можно рассмотреть низкий уровень учета мнения населения и подотчетности государственных органов в Китае (индекс оценивает возможность участия граждан в выборе правительства), а также относительно высокий уровень нестабильности государственных институтов в Индии, сопровождающийся повышенной вероятностью резких перемен в политическом курсе страны, о чем свидетельствуют низкие значения индекса политической стабильности и отсутствия насилия. Представленные значения индексов можно сравнить с показателями, рассчитанными для развитых стран: в Австрии, Великобритании, Германии и других европейских странах значения большинства индексов превышают 85 пунктов¹¹⁴. Специфические институциональные особенности стран группы БРИКС должны быть приняты во внимание при планировании и реализации сделок слияния и поглощения для корректной оценки рисков предстоящего объединения.

¹¹³ Schwab, K. The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. – 2019

¹¹⁴ Worldwide Governance Indicators. The World Bank [Электронный ресурс] / The World Bank. – Режим доступа: <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators>, свободный. – Загл. с экрана. (15.04.2020)

Согласно работе Canestri, для успешного проведения сделки M&A, а также последующих интеграционных процессов, внутренний и целевой рынок должны быть сопоставимы по указанным характеристикам, а в случае наличия критического несоответствия менеджменту поглощаемой компании необходимо провести тщательный анализ специфических особенностей институциональных характеристик страны базирования компании-мишени¹¹⁵. Данный подход позволит компании получить полную информацию о потенциальных угрозах и разработать мероприятия по снижению вероятности их наступления или минимизации возможных последствий, что положительно скажется на эффективности готовящегося объединения.

Выводы

В рамках данной главы были рассмотрены теоретические аспекты слияний и поглощений, представлены основные определения и классификации, а также изучены шесть исторических этапов развития мирового рынка M&A, каждый из которых обладает специфическими особенностями. Основными отличиями между рассмотренными «волнами» активности слияний и поглощений являются преобладающие мотивы объединения, типы компаний, участвующих в сделках, а также действия регуляторов и внешние экономические факторы. Кроме того, в данной главе представлено обоснование возникновения феномена премий и обзор эмпирических исследований, направленных на изучение детерминант изучаемого показателя.

На основании анализа академической литературы можно заключить, что в настоящее время теоретическое обоснование возникновения феномена премии в сделках слияния и поглощения проводится в рамках четырех основных теорий, каждая из которых раскрывает значимые аспекты рассматриваемой проблемы. Согласно теории создания ценности, необходимость уплаты премии в сделке M&A обусловлена возникновением синергетических эффектов, в результате чего ценность объединенной фирмы превышает суммарную стоимость компаний-участниц, действующих самостоятельно. Кроме того, причина выплаты премий может заключаться в наличии информационной асимметрии, позволяющей компании-мишени извлекать дополнительные выгоды из объединения, увеличивая привлекательность целевой фирмы в глазах покупателя. Теория асимметричности информации приобретает особую значимость при обсуждении премий в сделках M&A в контексте транснациональных объединений, поскольку на страновом уровне данная проблема оказывает существенное влияние на эффективность слияний и

¹¹⁵ Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // LUISS Libera Università. – 2014

поглощений. Важный вклад в понимание феномена премий вносят работы, посвященные агентской проблеме и теории самоуверенности менеджмента. Несмотря на кажущееся сходство, рассматриваемые подходы имеют значимые отличия: в рамках рассмотрения проблемы «принципал-агент» принято считать, что менеджеры компаний используют механизмы слияний и поглощений в собственных интересах, в то время как теория самоуверенности подразумевает высокий уровень вовлеченности менеджеров, действующих в интересах акционеров.

При рассмотрении эмпирических исследований был выделен ряд факторов, которые, по мнению авторов, оказывают существенное влияние на величину премий в сделках M&A. К перечню данных факторов следует отнести операционные результаты деятельности компании-мишени, потенциал достижения операционной и финансовой синергии, выгоды от устранения неэффективности управления, эффект диверсификации активов, а также специфические особенности самой сделки, такие как способ финансирования объединения, наличие или отсутствие конкурентного окружения на этапе согласования слияния или поглощения, дружественный или враждебный характер сделки. Кроме того, существенное влияние на величину премии в сделках M&A могут оказывать макроэкономические и институциональные особенности стран базирования компаний-участниц: степень развития экономических и правовых институтов, отношение инвесторов к риску, уровень коррупции и культурная дистанция. Важную роль играют и отраслевые характеристики, такие как масштаб, концентрация производства, уровень конкуренции и перспективы роста. Анализ академических работ позволяет сделать вывод о том, что перечень детерминант премий в сделках слияния и поглощения не ограничивается лишь показателями деятельности компаний-участниц, однако многообразие специфических особенностей и уникальных условий каждой конкретной сделки представляет собой определенную сложность для проведения эмпирической проверки представленных теоретических предположений.

В данной главе также представлен анализ основных методов оценки компаний-мишеней, в рамках которого были рассмотрены доходный, сравнительный и затратный подход, необходимые условия для применения данных методов, а также их преимущества и недостатки. Первая глава завершается изучением специфических особенностей слияний и поглощений в странах группы БРИКС и анализом факторов, повышающих инвестиционную привлекательность компаний данного региона для инвесторов внутри и за пределами страны базирования.

ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

2.1. Методология и гипотезы исследования

На основании анализа академической литературы для проведения эмпирического исследования были выбраны регрессионный и статистический анализ. В качестве зависимой переменной регрессионной модели выступает величина премии в сделке поглощения, рассчитанная несколькими способами.

Wickramanayake отмечает, что наиболее распространенным методом расчета премии в сделках M&A является вычисление «ценовых премий»¹¹⁶, которые были использованы в работах Shawky et al. и Henderson, Gart. Согласно этому подходу, ценовые премии при поглощениях делятся на «премии свыше балансовой стоимости» и «премии свыше рыночной стоимости», данные показатели могут быть вычислены исходя из следующих соотношений:

$$BV\ premium = \frac{p_i^*}{Net\ assets/total\ shares\ outstanding} \quad (2.1.1.)$$

где BV premium – премия свыше балансовой стоимости,

p_i^* – цена, уплаченная поглощающей компанией за одну акцию целевой фирмы при совершении сделки,

Net assets – величина чистых активов компании мишени,

total shares outstanding – общее количество акций приобретаемой компании.

$$MV\ premium = \frac{p_i^*}{p_i} \quad (2.1.2.)$$

где MV premium – премия свыше рыночной стоимости,

p_i^* – цена, уплаченная поглощающей компанией за одну акцию целевой фирмы при совершении сделки,

p_i – рыночная цена одной акции компании-мишени до объявления о готовящейся сделке.

Аналогичный метод расчета премий предлагается в работе Е. Рябовой и В. Петровой, рассмотревших рынок слияний и поглощений стран группы БРИКС¹¹⁷.

Как правило, при расчете рыночной ценовой премии оценка рыночной стоимости производится за несколько дней или недель до объявления об объединении, что вытекает из необходимости исключить влияние реакции рынка на сделку, которая найдет свое отражение в цене акции, как только соответствующая информация поступит на рынок.

¹¹⁶ Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

¹¹⁷ Рябова Е.В., Петрова В.В. Методика оценки премии в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках для частных компаний // Финансы: теория и практика. – 2017. – Т. 21. – № 5. – С. 128–139

Согласно статье Yuce и некоторых других исследователей, рассматривавших слияния и поглощения в развивающихся странах, для данных рынков характерно распространение инсайдерской информации¹¹⁸, что существенно сказывается на стоимости компании-мишени за 1-2 дня до официального объявления об объединении, что подтверждается исследованием И. В. Ивашковской, работа которой посвящена странам БРИК¹¹⁹. Исходя из этого, при расчете премии сверх рыночной стоимости особое внимание следует уделить отсутствию на рынке слухов о сделке: это позволит убедиться в том, что цена акции компании-мишени до объединения действительно отражает справедливую рыночную стоимость этой фирмы¹²⁰.

Для построения регрессионной модели были выбраны две группы независимых переменных. Первая группа переменных относится к характеристикам компании-мишени, которые, как было упомянуто ранее, оказывают существенное влияние на размер выплачиваемой премии, поскольку являются отражением эффективности её хозяйственной деятельности. Shleifer и Vishny утверждают, что необходимость включения показателей финансовой результативности целевой компании в регрессионную модель для изучения детерминант премий в сделках М&А исходит из предположения о том, что наиболее частыми мишенями для поглощений становятся компании с неэффективным менеджментом, что находит свое отражение в финансовых результатах организации, а также в цене её акций¹²¹. Исходя из этого, можно ожидать отрицательную взаимосвязь между величиной премии и прошлыми неудовлетворительными результатами деятельности компании-мишени в сделках, совершенных с целью устранения управленческой неэффективности.

В настоящее время не существует единого мнения авторов относительно того, какие именно коэффициенты наиболее полно отражают финансовое состояние целевой фирмы при совершении сделки М&А, однако в эмпирических исследованиях, посвященных анализу премий, чаще всего используются следующие показатели:

1. Мультипликатор «Цена-прибыль» - наиболее распространенный коэффициент, который широко используется при инвестиционной оценке. А. Дамодаран отмечает, что в данный показатель связан с теми же фундаментальными

¹¹⁸ Yuce, A. Mergers and Acquisitions by Emerging Country Multinational Company // Asian Economic and Financial Review. – 2016. – №6(7). – С. 416- 424

¹¹⁹ Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал Высшей Школы Экономики. – 2009. – №3. – С. 360-382

¹²⁰ Там же

¹²¹ Shleifer, A., Vishny, R. W. Stock Market Driven Acquisitions // Journal of Financial Economics. – 2003. – No. 70. – pp. 295-311.

переменными, которые определяют ценность компании в модели дисконтированных денежных потоков: ростом, риском и коэффициентом выплат, определяющим дивидендный доход акционеров¹²². Привлекательность данного показателя обусловлена его относительной простотой, а также тем, что он позволяет получить представления о рыночных ожиданиях относительно будущего роста компании. Как отмечают Balke и Wohar, инвесторы склонны предполагать, что фирмы, рыночная стоимость которых превышает показатели прибыли, компенсируют кажущуюся завышенной по сравнению с доходами цену акций высокими темпами роста в будущем¹²³. Следовательно, для компаний с высоким потенциалом роста характерны высокие значения мультипликатора «Цена-прибыль».

В данной работе коэффициент «Цена-прибыль» рассчитывается исходя из соотношения:

$$PE \text{ (price – to – earnings ratio)} = \frac{\text{рыночная цена акции}}{\text{прибыль на одну акцию}} \quad (2.1.3.)$$

2. Модифицированный коэффициент Тобина (Modified Tobin's Q) – данный показатель рассчитывается как:

$$MTQ = \frac{\text{рыночная капитализация}}{\text{активы}} \quad (2.1.4.)$$

Модифицированный коэффициент Тобина – аналитический коэффициент, отражающий инвестиционную привлекательность фирмы. Кроме того, данный показатель можно рассматривать как характеристику эффективности менеджмента, поскольку он показывает, какую ценность приносят компании её активы. По мнению Л. В. Загородновой, для успешного функционирования фирмы её ценность должна превосходить стоимость активов: чем выше рассчитанный коэффициент, тем перспективнее предприятие с точки зрения рынка и, как следствие, выше его инвестиционная привлекательность¹²⁴. По мнению автора, значения коэффициента меньше единицы свидетельствует о том, что фирма с большей вероятностью рискует стать объектом враждебного поглощения.

¹²² Damodaran, A. Investment valuation // New York: John Wiley & Sons. – 2002

¹²³ Balke, N. S., Wohar, M. E. Explaining stock price movements: is there a case for fundamentals? // Economic and Financial Policy Review, Federal Reserve Bank of Dallas. – 2001. – No. Q III. – pp. 22-34.

¹²⁴ Загороднова Л. В., Новиков Н. И. Коэффициент Q–Тобина – показатель инвестиционного потенциала предприятий черной металлургии // Вестник Кемеровского государственного университета. – 2014.

3. Уровень долговой нагрузки. В данной работе уровень долговой нагрузки компании рассчитывается из соотношения:

$$\text{финансовый леверидж} = \frac{\text{обязательства}}{\text{обязательства} + \text{собственный капитал}} \quad (2.1.5.)$$

Исследователи приходят к противоречивым выводам относительно того, как величина долговой нагрузки влияет на размер премии в слияниях и поглощениях. С одной стороны, при получении финансового и корпоративного контроля над целевой фирмой наряду с активами компания-поглотитель приобретает также и соответствующие обязательства, по которым должна будет ответить. Исходя из этого, чрезмерно высокий уровень финансового левериджа должен снижать величину уплачиваемой премии. Однако Брейли и Майерс отмечают, что значительный уровень долговой нагрузки является одним из способов стимулирования и повышения дисциплины менеджеров, поскольку зачастую для избежания существенного повышения стоимости долга в будущем компании необходимо не только своевременно покрывать процентные платежи, но и демонстрировать устойчиво высокие финансовые результаты¹²⁵. Фирма, менеджмент которой сфокусирован на достижении таких финансовых результатов и реализации потенциала роста компании, меньше подвержена риску поглощения, следовательно, для её покупки поглощающей компании придется уплатить более высокую премию.

Стоит отметить, что использование данных показателей в модели кажется наиболее целесообразным, поскольку они имеют относительный характер, что позволяет более корректно сравнивать фирмы разного размера, а также отраслевой и страновой принадлежности, чем при использовании абсолютных величин.

В то же время, на величину премии существенное влияние оказывают характеристики сделки как таковой. Для включения в регрессионную модель были выбраны следующие значимые показатели, относящиеся к сделке:

1. Доля акций компании-мишени во владении поглощающей компании до объявления о поглощении. В начале 2000-ых исследователи сходились во мнении относительно того, что поглощающая компания должна достичь оптимального размера доли владения в целевой фирме для избежания переплаты по премии, однако более новые исследования, например, работа Goldman и Qian, предоставляют доказательство того, что на практике оптимальный уровень владения практически не достигается¹²⁶. Несмотря на это, была установлена

¹²⁵ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – 2-е изд. – М.: Олимп-Бизнес. – 2014. – С. 861-894.

¹²⁶ Goldman, E., and Qian, J. (2005). Optimal toeholds in takeover contests // Journal of Financial Economics. – 2005. – Vol. 77(2). – p. 321–346.

отрицательная взаимосвязь между размером текущего пакета акций целевой фирмы в распоряжении поглощающей компании и величиной уплаченной премии: чем больше размер этого пакета, тем меньше акций необходимо приобрести для установления контролирующего большинства. Согласно данному утверждению, поглощающей компании необходимо приобрести максимально возможное число акций целевой фирмы до официального объединения о поглощении, однако на практике такая ситуация наблюдается редко, что может быть связано с возможным стремлением организаций к достижению компромисса между существенной величиной уплаченной премии и резким снижением в стоимости компании в случае, если сделка объединения не состоится.

Размер пакета акций компании-мишени во владении поглощающей фирмы рассчитывается как:

$$\text{доля владения} = \frac{\text{число акций целевой фирмы во владении поглощающей компании}}{\text{общее количество акций целевой фирмы}} \quad (2.1.6.)$$

2. Срок от объявления о сделке до её завершения (в днях). Как было упомянуто ранее, важным этапом при заключении сделки M&A является процесс ведения переговоров, в рамках которого компании раскрывают необходимую информацию и проводят оценку потенциальных синергетических эффектов, а также устанавливают сумму сделки, которая удовлетворит обе стороны. В ситуации, когда оценки стоимости компании со стороны поглощающей и целевой фирм разнятся, и участники сделки не могут быстро прийти к консенсусу, срок от объявления до завершения сделки может существенно увеличиться. В то же время, в случае враждебного поглощения этот временной период может быть больше, поскольку поглощающая компания вынуждена делать несколько последовательных предложений с постепенным увеличением цены сделки.
3. Участие посредника. В качестве посредников в слияниях и поглощениях зачастую выступают инвестиционные банки или консультационные фирмы, оказывающие юридическое и экспертное сопровождение сделки. Некоторые исследователи, в частности, Dikova et al.¹²⁷ и Cain, Denis, предполагают наличие положительной взаимосвязи между величиной уплаченной премии и участием в

¹²⁷ Dikova, D., Panibratov, A., Veselova, A., & Ermolaeva, L. The joint effect of investment motives and institutional context on Russian international acquisitions // International Journal of Emerging Markets. – 2016. – Vol. 11(4). – p. 674–692.

сделке посредника¹²⁸. Это предположение основано на том, что вознаграждение посредника зачастую зависит от суммы сделки, следовательно, инвестиционные банки и консультационные агентства заинтересованы в завершении слияния или поглощения, а также в том, чтобы целевая фирма была приобретена по наиболее высокой цене.

4. Метод оплаты сделки. В.В. Назарова и О.Р. Шевякина отмечают, что выбор способа финансирования сделки M&A оказывает существенное влияние на величину налоговых отчислений¹²⁹. Авторы приходят к выводу, что величина премии при объединении также зависит от метода оплаты сделки: в случае оплаты денежными средствами ожидается более высокий размер премии, нежели в ситуации, когда сделка финансируется за счет обмена акциями.
5. Характер сделки. Как правило, премия в сделке M&A значительно выше в случае враждебных поглощений, поскольку менеджмент целевой фирмы предпринимает попытки предотвратить объединение. Различия между дружественными и враждебными поглощениями были рассмотрены в работе Wickramanayake, в которой авторы на примере горнодобывающих компаний Австралии и Канады показали, что в этих странах сопротивление менеджмента компании-мишени приводит к увеличению размера премии на 10,81% и 55,53% соответственно¹³⁰.
6. Изменение цены предложения. Данный показатель характеризуется наличием корректировок предложенной суммы сделки в процессе ведения переговоров, он тесно связан со сроком от объявления об объединении до его завершения и характером поглощения. Ожидается, что если в процессе заключения сделки были произведены корректировки в оценке стоимости компании-мишени, то размер премии по таким объединениям будет выше.
7. Трансграничный характер сделки. Международная корпоративная диверсификация может быть довольно выгодна для акционеров приобретающей фирмы, поскольку позволяет снижать страновые риски компании, а также открывает ей доступ к новым продуктовым рынкам, источникам трудовых и материальных ресурсов, новому опыту ведения бизнеса, технологиям и ноу-хау.

¹²⁸ Cain, D., Denis, J. Information Production by Investment Banks: Evidence from Fairness Opinions // Journal of Law and Economics. – 2013. – Vol. 56. – No. 1. – p. 245–280

¹²⁹ Назарова, В.В., Шевякина, О.Р. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // Корпоративные финансы. – 2015

¹³⁰ Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

Как правило, международная диверсификация осуществляется фирмами через трансграничные поглощения, в силу высокой потенциальной прибыльности таких объединений, поглощающая компания должна быть готова заплатить более высокую сумму за зарубежную мишень по сравнению с сопоставимой фирмой на внутреннем рынке.

На основании представленных аргументов в рамках проведения эмпирического исследования были выдвинуты следующие гипотезы:

Гипотеза 1. Существуют статистически значимые взаимосвязи между величиной премий в сделках М&А и финансовыми показателями компании-мишени.

Гипотеза 2. Существует статистически значимая отрицательная взаимосвязь между величиной премии при поглощении и размером пакета акций целевой фирмы во владении поглощающей компании.

Гипотеза 3. Существуют статистически значимые различия в величине премий для разных типов сделок М&А.

Гипотеза 4. Существуют статистически значимые различия в величине премий, выплаченных в результате поглощения компаний-мишеней, базирующихся в разных странах группы БРИКС, а также компаний разной отраслевой принадлежности.

2.2. Формирование выборки компаний

В рамках эмпирического исследования, направленного на изучение детерминант премий в сделках М&А с участием компаний из стран группы БРИКС, была сформирована выборка из 424 сделок, совершенных в период с 2000 по 2019 год. Для попадания сделки в выборку она должна была удовлетворять следующим критериям:

1. Временной период. Сделка объявлена в период с 01.01.2000 по 31.12.2019.
2. Характеристики сделки. Сделка является завершенной. Даты объявления и завершения, а также сумма сделки и метод оплаты по ней известны.
3. Характеристики компаний-участниц. Поглощающая и целевая компания являются публичными, при компания-мишень базируется в стране из группы БРИКС.
4. Доля приобретаемых акций. В результате сделки поглощающая компания приобретает контрольный пакет акций фирмы-мишени (50% и одна акция), по данному критерию в выборку попадали как поглощения с увеличением текущего пакета акций до размеров контрольного, так и сделки, в которых акции компании-мишени приобретались поглотителем впервые.

В результате применения указанных выше критериев из 4330 сделок, совершенных компаниями из стран группы БРИКС в указанный период, были отобраны

424 слияния и поглощения. Данные об этих сделках были получены с использованием базы данных Zephyr. Стоит отметить, что данное исследование сфокусировано на изучении детерминант премий в сделках M&A со стороны характеристик сделки и целевой компании, вследствие чего основное внимание уделяется именно фирмам-мишеням. Географическая принадлежность рассматриваемых компаний представлена на диаграмме.



Рис.3. Географическая принадлежность исследуемых компаний

При рассмотрении данной диаграммы можно сделать вывод о том, что почти 80% выборки приходится на сделки, совершенные с участиями компаний из Индии и Китая, что объясняется стремительным ростом активности M&A в этих странах на протяжении последних лет. В рамках исследуемого периода (с 2000 по 2019 год) количество сделок слияния и поглощения увеличилось в 3 и 5 раз в Индии и Китае соответственно.

Согласно отчету международной консалтинговой компании PricewaterhouseCoopers, за первое полугодие 2019 года объемы рынка M&A, исчисленные по совокупной стоимости сделок, в Китае сократились на 18% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что обусловлено в первую очередь снижением числа крупных трансграничных сделок, однако данное падение было в некоторой степени компенсировано ростом более мелких внутренних слияний и поглощений. Несмотря на падающие объемы сделок, их число остается относительно постоянным и по итогам 2019 года даже демонстрирует небольшой

рост (+0,62% по сравнению с 2018 годом), что свидетельствует о том, что потенциал роста данного рынка исчерпан не до конца¹³¹.

Эксперты отмечают 8% увеличение стоимости внутренних слияний и поглощений с растущим числом так называемых «мега-сделок»: только за первое полугодие 2019 года было заключено 28 таких сделок (по сравнению с 18 в предыдущие шесть месяцев). Консультанты ожидают, что основной рост активности на китайском рынке M&A продолжит происходить на внутреннем рынке, поскольку в настоящее время страна заинтересована в стимулировании национальной экономики¹³².

Эксперты Norton Rose Fulbright утверждают, что вступивший в силу с 1 января 2020 года закон КНР об иностранных инвестициях, а также поправки к некоторым другим законам и нормативно правовым актам изменят правила регулирования и контроля иностранных инвестиций в Китае, что существенно повлияет на структуру трансграничных поглощений в этом регионе. Согласно новому законодательству, правовое регулирование иностранных компаний на территории Китая будет приближено к условиям, созданных для местных фирм с точки зрения корпоративного управления, регулирования операционной деятельности и сетей распределения, что повысит привлекательность данного рынка для иностранных инвесторов¹³³.

Аналогичная ситуация наблюдается и на индийском рынке слияний и поглощений. Несмотря на некоторую неопределенность политической ситуации в Индии в начале 2019 года, сопровождавшуюся снижением активности M&A, при подведении итогов года эксперты PricewaterhouseCoopers пришли к выводу, что 2019 год стал вторым лучшим годом по темпам роста активности слияний и поглощений, уступая только 2018 году¹³⁴. Ключевым трендом, влияющим на динамику рынка в M&A в Индии, стала политика правительства, которая в первую очередь направлена на стимулирование экономики через внедрение инициатив, благоприятных для бизнеса. В частности, эксперты обращают внимание на возможность выпуска акций с дифференцированным правом голоса, позволяющих компаниям привлекать существенные объемы инвестиций без потери

¹³¹ PricewaterhouseCoopers. M&A 2019 mid-year review & outlook. [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. – Режим доступа: <https://www.pwccn.com/en/services/deals-m-and-a/publications/ma-2019-mid-year-review-and-outlook.html>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

¹³² PricewaterhouseCoopers. M&A 2019 mid-year review & outlook. [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. – Режим доступа: <https://www.pwccn.com/en/services/deals-m-and-a/publications/ma-2019-mid-year-review-and-outlook.html>, свободный. – Загл. с экрана. (25.03.2020)

¹³³ Norton Rose Fulbright. China M&A in 2020: Key issues for foreign investors to consider. [Электронный ресурс] / Norton Rose Fulbright. – Режим доступа: <https://www.nortonrosefulbright.com/en-us/knowledge/publications/9679431c/china-ma-outlook-2020-key-issues-for-foreign-investors-to-consider>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

¹³⁴ PricewaterhouseCoopers. Deals in India: Annual review and outlook for 2020. [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. – Режим доступа: <https://www.pwc.in/assets/pdfs/services/deals/deals-in-india-annual-review-and-outlook-for-2020.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

корпоративного контроля, налоговые льготы зарегистрированным стартапам и компаниям малого бизнеса, а также снижение эффективных процентных ставок налога на прибыль. Комбинация этих факторов делает Индию одной из наиболее привлекательных стран для иностранных инвесторов.

Что касается прогнозов на 2020 год, эксперты ожидают стремительный рост активности M&A, который станет закономерной ответной реакцией на принятые изменения в законодательстве. Одной из ключевых реформ стало стимулирование иностранных компаний к созданию или перемещению производственных мощностей на территорию Индии, которое находит свое отражение в снижении налоговых ставок и направлено на привлечение иностранных инвестиций через трансграничные слияния и поглощения. Кроме того, для укрепления конкурентной позиции на индийском рынке многим зарубежным компаниям потребуется увеличивать степень контроля над цепочкой создания ценности, а также увеличивать масштабы бизнеса, что вероятнее всего повлечет за собой существенный рост числа сделок вертикальной и горизонтальной интеграции. Еще одной ожидаемой тенденцией является увеличение числа поглощений и реорганизации местных предприятий с целью устранения неэффективных методов ведения деятельности и устаревших бизнес-моделей. Совокупность этих факторов может заложить фундамент для устойчивого роста активности M&A не только в течение 2020 года, но и ближайшего будущего как в отношении количества совершаемых сделок, так и относительно их масштаба¹³⁵.

Небольшое число бразильских и южноафриканских компаний в выборке объясняется более низким уровнем активности M&A в этих странах: за 2019 год в Бразилии и ЮАР произошло менее 1500 слияний и поглощений в совокупности, в то время как темпы роста рынков M&A в этих странах несколько ниже, чем у других стран-участниц группы¹³⁶.

В свою очередь, отраслевая принадлежность исследуемых компаний представлена на Рисунке 4. Большинство компаний-мишеней относятся к химической промышленности и машиностроительной отрасли, что довольно закономерно в связи с ростом числа слияний и поглощений с целью вертикальной интеграции. Кроме того, именно для этих отраслей характерна необходимость высоких затрат на поддержание функционирования

¹³⁵ Singhania, A. Mergers And Acquisitions Trend In 2019 And Outlook For 2020. [Электронный ресурс] / Inc42. – Режим доступа: <https://inc42.com/resources/an-overview-of-mergers-and-acquisitions-in-india/>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

¹³⁶ Imaa-Institute. Mergers & Acquisitions in China. [Электронный ресурс] / Imaa-Institute. – Режим доступа: <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/#Mergers-Acquisitions-China>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

производственных мощностей, которые возможно существенно снизить, размещая предприятия в развивающихся странах.

Отраслевая принадлежность компаний-мишеней

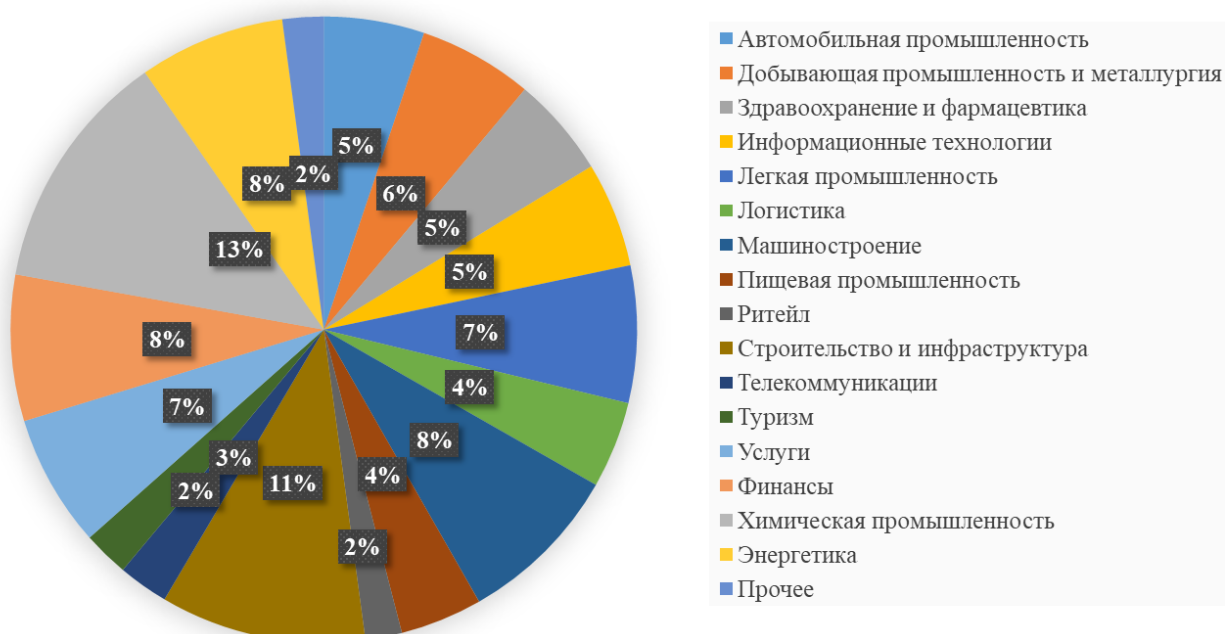


Рис.4. Отраслевая принадлежность исследуемых компаний

Кроме того, наличие в выборке большого числа компаний, принадлежащих к капиталоемким отраслям (автомобильная, добывающая, химическая, машиностроительная, строительство, энергетика и др.) может быть обусловлено низким потенциалом внутреннего роста зрелых фирм на данных рынках.

2.3. Регрессионный анализ

На основании анализа академической литературы и гипотез, выдвинутых в рамках эмпирического исследования, был предложен ряд зависимых и независимых переменных для построения регрессионной модели. Описание использованных переменных и предполагаемое направление взаимосвязи, обоснованное выше, представлено в таблице.

Таблица 3. Описание переменных

Название переменной	Обозначение	Комментарий	Предполагаемое направление взаимосвязи
Зависимые переменные			
Премия по балансовой стоимости	BVprem	Расчет по формуле (2.1.1.)	-

Название переменной	Обозначение	Комментарий	Предполагаемое направление взаимосвязи
Премия по рыночной стоимости	MVprem	Расчет по формуле (2.1.2.)	-
Независимые переменные			
Первоначальная доля поглощающей компании в компании-мишени	toehold	Расчет по формуле (2.1.6.)	Отрицательная взаимосвязь
Соотношение «Цена – прибыль» (Price-to-earnings ratio)	PE	Расчет по формуле (2.1.3.)	Не определено
Коэффициент Тобина (Modified Tobin's Q)	MTQ	Расчет по формуле (2.1.4.)	Не определено
Уровень долговой нагрузки	leverage	Расчет по формуле (2.1.5.)	Отрицательная взаимосвязь
Срок от объявления о сделке до её завершения	days	Количество дней от даты объявления о сделке до даты ее завершения из базы данных Zephyr.	Положительная взаимосвязь
Участие посредника	vendor	Бинарная переменная: 1 – если в сделке участвовал посредник, 0 – в ином случае	Положительный коэффициент
Метод оплаты сделки	method	Бинарная переменная: 1 – если сделка оплачена денежными средствами, 0 – в ином случае	Положительный коэффициент
Характер сделки	hostile	Бинарная переменная: 1 – если сделка характеризуется как враждебная, 0 – в ином случае	Положительный коэффициент
Изменение цены предложения	updt	Бинарная переменная: 1 – если во время ведения переговоров сумма сделки была изменена, 0 – в ином случае	Положительный коэффициент
Трансграничный характер сделки	cross	Бинарная переменная: 1 – если компании-участницы базируются в разных государствах, 0 – в ином случае	Положительный коэффициент

Показатели финансовой результативности выбранных компаний рассчитаны с использованием показателей, полученных из базы данных Zephyr, а также финансовых отчетов компаний. В процессе проведения анализа были удалены выбросы по рассматриваемым переменным, после чего выборка состояла из 324 наблюдений. Описательная статистика рассматриваемых переменных представлена в таблице.

Таблица 4. Описательная статистика

Название переменной	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
BVprem (%)	392,039	1161,25	-99,99	8005,19
MVprem (%)	324,435	817,96	-99,99	3927,91
toehold	0,28	0,20	0	0,49
PE	26,93	43,07	-96,25	200,64
MTQ	1,37	1,50	0,02	6,85
leverage	0,52	0,25	0,01	0,99
days	52,19	90,49	0	628
vendor	0,58	0,49	0	1
method	0,55	0,49	0	1
hostile	0,10	0,31	0	1
updt	0,22	0,40	0	1
cross	0,28	0,45	0	1

Основываясь на анализе представленной описательной статистики можно прийти к заключению, что в 58% рассматриваемых сделок принимал участие посредник, 55% из них были оплачены денежными средствами, в 22% случаев наблюдались корректировки в стоимости компании мишени, и лишь 10% сделок можно охарактеризовать как враждебные. В то же время, 28% сделок было совершено компаниями, базирующимися в разных странах.

Поскольку в центре внимания данного исследования находятся ценовые премии в сделках M&A, по данным переменным был проведен более детальный анализ описательной статистики, результаты которого представлены в таблице.

Таблица 5. Ценовые премии (описательная статистика)

Переменная	Среднее	СКО	Мин.	1-ый квартиль (25%)	Медиана (50%)	3-ий квартиль (75%)	Макс.
BVprem (%)	392,039	1161,25	-99,99	-56,72	-6,47	201,42	8005,19
MVprem (%)	324,435	817,96	-99,99	-65,36	-4,07	269,29	3927,91
<i>Бразилия</i>							
BVprem (%)	324,37	817,96	-99,99	-75,36	-5,27	150,84	5827,81
MVprem (%)	449,54	1647,71	-99,98	-73,98	-3,48	136,64	3927,91
<i>Индия</i>							
BVprem (%)	242,80	805,23	-99,97	-76,91	-7,35	169,38	5642,77
MVprem (%)	211,77	709,10	-99,98	-77,82	-6,12	109,39	3898,54
<i>Китай</i>							
BVprem (%)	621,73	1479,18	-99,99	-75,20	-2,97	424,55	8005,19
MVprem (%)	459,50	841,89	-99,99	-89,19	14,09	593,03	31,67
<i>Россия</i>							
BVprem (%)	71,99	433,59	-99,94	-66,85	8,76	43,55	1957,92
MVprem (%)	60,86	428,58	-99,65	-50,03	5,10	27,77	1976,35
<i>ЮАР</i>							
BVprem (%)	239,94	808,17	-99,87	-78,89	3,02	288,44	2877,13
MVprem (%)	389,66	1087,22	-99,96	-79,12	6,71	203,94	3338,62

При анализе описательной статистики можно сделать вывод о том, что поглощающие компании готовы выплачивать существенные премии целевым фирмам из стран группы БРИКС, средний показатель премии как свыше балансовой, так и рыночной стоимости превышает 300%. Несмотря на то, что данный показатель достаточно высок, растущая величина премий в странах группы БРИКС подтверждается как более ранними (отчет BCG за 2013 год)¹³⁷, так и современными источниками – в частности, работой Kim¹³⁸. Кроме того, высокое значение средней величины премии по всей выборке объясняется преобладанием в ней компаний из Индии и Китая, которые, как отмечалось ранее, составляют более 70% наблюдений. Kim уделяет особое внимание китайскому рынку M&A

¹³⁷ The Boston Consulting Group. BRICS versus Mortar? Winning in M&A in emerging markets. [Электронный ресурс] / The Boston Consulting Group. – Режим доступа: https://image-src.bcg.com/Images/BRICs_Versus_Mortar_Aug_2013_tcm9-95826.pdf, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

¹³⁸ Kim, A. Acquired by BRICS [Электронный ресурс] / BRICS business magazine. – Режим доступа: https://www.bricsmagazine.com/en/articles/acquired-by-brics_, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

и утверждает, что в силу того, что процесс слияний и поглощений требует существенных затрат временных и трудовых ресурсов, особенно на этапе выбора целевой фирмы, поглощающие компании на местном рынке готовы платить настолько высокие премии, что даже международными фирмам может быть тяжело конкурировать с ними за выбранный объект поглощения¹³⁹. Данная тенденция особенно характерна для нефтегазового сектора и обрабатывающей промышленности, к которой может относиться и отрасль нефтехимии. Сопоставимые значения были получены и в работе Li et al., посвятивших свое исследование китайскому рынку M&A в период с 2004 по 2016 год: в данной статье была вычислена рыночная премия, среднее значение которой составило 348,07%¹⁴⁰. В то же время, Casanova и Migoex утверждают, что для публично торгующихся компаний-мишеней ценовые премии в сделках M&A на китайском рынке увеличиваются с течением времени. Так, при сравнении слияний и поглощений, совершенных в периоды с 2000 по 2008 год и с 2009 по 2018, было выявлено, что средняя ценовая премия во второй подвыборке была больше почти на 53%, что может объясняться восстановлением экономики после кризиса и стремлением многих западных и американских компаний к географической диверсификации и снижению издержек¹⁴¹.

Существенные величины премий при слияниях и поглощениях с участием индийских компаний-мишеней были выявлены в работе Gilboy и Heginbotham, однако исследователи отмечают, что индийский рынок менее привлекателен для иностранных инвесторов, чем китайский, в силу институциональных несовершенств и относительно низкого уровня политической стабильности¹⁴². Кроме того, результаты, полученные в работе Peng, свидетельствуют о том, что американские компании как правило готовы платить за индийские мишени на 10% больше, чем приобретающие фирмы из европейских стран¹⁴³. В свою очередь, премии для российских компаний относительно невелики по сравнению с остальными странами группы. В соответствии с исследованием Е. П. Рябовой и В. В. Петровой, величины премий в сделках M&A с участием российских компаний в 2014 году превышали 20% в большинстве отраслей, при этом наблюдалось постепенное увеличение данного показателя с течением времени: так, в 2015 году средняя величина премии в отрасли потребительских товаров и услуг практически достигла 40%. Результаты,

¹³⁹ Kim, A. Acquired by BRICS [Электронный ресурс] / BRICS business magazine. – Режим доступа: <https://www.bricsmagazine.com/en/articles/acquired-by-brics>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

¹⁴⁰ Li, Y., Lo, Y. The impact of analyst coverage on partial acquisitions: Evidence from M&A premium and firm performance in China // *International Review of Economics & Finance*. – 2018. – No. 63.

¹⁴¹ Casanova, L., Miroux, A. The Era of Chinese Multinationals: Competing for Global Dominance // Candice Junco. – 2020

¹⁴² Gilboy, G., Heginbotham, E. Chinese and Indian Strategic Behavior: Growing Power and Alarm // Cambridge University Press. – 2012

¹⁴³ Peng, M. V. Global 4 // 4LTR Press, Cengage Learning. – 2018.

сопоставимые со значениями, полученными в рамках данного исследования, представлены в работе А. Д. Плоткиной, где были изучены сделки М&А на российском рынке в период с 2007 по 2012 год, оценка средней величины премии составила 58%, при этом медианное значение было близко к 39%, что свидетельствует об асимметричности распределения¹⁴⁴. Данный эффект был также обнаружен в статье В. В. Назаровой и О. В. Шевякиной, исходя из результатов статистических тестов можно сделать вывод о том, что распределение ценовых премий значимо отличается от нормального¹⁴⁵.

Высокие средние значения премий могут объясняться также наличием в выборке очень крупных сделок: средняя сумма сделки по выборке составляет около 3,5 млрд долларов. Это подтверждается также большим значением стандартного отклонения, которое возникает ввиду широкого размаха вариации рассматриваемых премий, а также асимметричностью распределения: во всех рассмотренных подвыборках среднее значение превышает медианное, при этом закон распределения ценовых премий значимо отличается от нормального, что подтверждается результатами теста Шапиро-Уилка. В то же время, полученные значения согласуются с результатами Wickramanayake, полученных на развитых рынках капитала в более ранний период¹⁴⁶.

Построение регрессионных моделей проходило в три этапа. На первом этапе для каждой зависимой переменной, характеризующей размер премии по балансовой или рыночной стоимости, были построены «короткие» регрессионные модели, включающие в себя только количественные переменные, относящиеся к финансовым показателям изучаемых компаний-мишеней, а также долю компании-мишени во владении поглощающей фирмы. «Короткие» регрессионные модели имеют вид:

$$Premium = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \varepsilon, \text{ где}$$

Premium – величина премии свыше балансовой или рыночной стоимости, рассчитанные по формулам (1) и (2) соответственно;

β_0 – константа;

$\beta_1 - \beta_4$ – неизвестные параметры регрессионной модели, подлежащие оцениванию;

x_1 – доля компании-мишени во владении поглощающей компании до официального объявления об объединении;

x_2 – коэффициент «Цена-прибыль» (Price-to-earnings ratio);

¹⁴⁴ Плоткина, А. Д., Халилова Д. А. Анализ премий при сделках М&А на российском рынке // Финансовый университет при Правительстве РФ. – 2013

¹⁴⁵ Назарова, В.В., Шевякина, О.Р. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // Корпоративные финансы. – 2015

¹⁴⁶ Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

x_3 – модифицированный коэффициент Тобина (Modified Tobin's Q);

x_4 – коэффициент долговой нагрузки;

ε – случайные ошибки модели.

Результаты оценки коэффициентов регрессионных моделей для каждого вида премий представлены в таблицах. Стоит отметить, что при построении регрессионных моделей с помощью теста Бреуша-Пагана была выявлена проблема гетероскедастичности остатков, для устранения которой используется функция «robust».

Таблица 6. Коротка модель премии по балансовой стоимости

Название переменной	Коэффициент	t-статистика	p-value	Значимость
toehold	-0,8345	-0,20	0,838	Незначима
PE	-0,0092	-0,41	0,685	Незначима
MTQ	1,6619	2,50	0,013	Значима**
leverage	-6,9970	-2,62	0,009	Значима***
const	7,6799	2,80	0,005	Значима***
F-статистика		3,91		
P-value		0,0040		
R^2		0,0544		
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Представленная регрессионная модель является статистически значимой на уровне 1%, однако ее объясняющая сила невелика: показатель R^2 составляет лишь 5,44%. Чтобы убедиться в адекватности регрессионной модели, был проведен тест на мультиколлинеарность независимых переменных, который показал отсутствие данной проблемы в модели – средний показатель VIF составил 1,10, что существенно ниже критического уровня.

При анализе коэффициентов короткой регрессионной модели для премии свыше балансовой стоимости можно сделать о том, что статистически значимых взаимосвязей между величиной данного вида премии и коэффициентом «Цена-прибыль» целевой фирмы, а также долей компании во владении поглощающей организации не выявлено ни на одном из рассматриваемых уровней значимости. В то же время, выявлена положительная статистически значимая взаимосвязь между размером премии и коэффициентом Тобина компании-мишени, что частично подтверждает предположение, выдвинутое в рамках гипотезы 1. Кроме того, на уровне значимости 1% выявлена статистически значимая отрицательная взаимосвязь между величиной уплаченной премии и коэффициентом долговой нагрузки, что позволяет принять гипотезу 1 в отношении показателя финансового

рычага целевой фирмы, полученная оценка коэффициента сопоставима с результатами, полученными в работе Wickramanayake¹⁴⁷.

Таблица 7. Короткая модель премии по рыночной стоимости

Название переменной	Коэффициент	t-статистика	p-value	Значимость
toehold	-3,0206	-0,68	0,498	Незначима
PE	-0,0045	-0,23	0,820	Незначима
MTQ	-1,8141	-4,37	0,000	Значима***
leverage	-2,4230	-0,67	0,501	Незначима
const	11,5434	3,71	0,000	Значима***
F-статистика		6,38		
P-value		0,0001		
R^2		0,0290		
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Аналогичная регрессионная модель для премии свыше балансовой является значимой на уровне 1%, однако её объясняющая сила несколько ниже, чем у предыдущей рассмотренной модели и составляет 2,90%. Стоит отметить, что в данной модели также была выявлена проблема гетероскедастичности остатков, для устранения которой была использована функция «robust». При анализе полученных оценок коэффициентов можно заключить, что на уровне значимости в 1% наблюдается отрицательная взаимосвязь между коэффициентом Тобина и премией свыше рыночной стоимости. Несмотря на то, что данный результат не полностью соответствует ранее сделанному выводу относительно аналогичного показателя, оцененное направление взаимосвязи в целом согласуется с предыдущими эмпирическими исследованиями. Так, в работе М. Титкова¹⁴⁸ выявлена статистически значимая положительная взаимосвязь между размером премии и отношением балансовой к рыночной стоимости целевой компании (Book-value to Market-value), с учетом определенных условий и ограничений можно сказать, что данный показатель является обратным к коэффициенту Tobin Q, поэтому при анализе рыночной ценовой премии можно ожидать отрицательной оценки коэффициента перед данной переменной. Данная закономерность подтверждается и в работе Wickramanayake, в рамках которой перед данной переменной были выявлены отрицательные коэффициенты, статистически значимые на уровне 1% и 5%. В силу того, что оценки коэффициентов перед

¹⁴⁷ Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

¹⁴⁸ Титков, М. М. Сделки слияния и поглощения: поведение инвестиционных банкиров и расчет прибыльности сделок // Национальный исследовательский университет – Высшая Школа Экономики. – 2014

другими переменными значимо не отличаются от нуля, обсуждать исследуемые направления взаимосвязи не представляется целесообразным¹⁴⁹.

На следующем этапе короткие модели для каждой зависимой переменной были дополнены независимыми переменными, характеризующими особенности сделки. Полученные «длинные» модели имеют вид:

$Premium = \beta_0 + \beta_1x_1 + \beta_2x_2 + \beta_3x_3 + \beta_4x_4 + \beta_5x_5 + \beta_6x_6 + \beta_7x_7 + \beta_8x_8 + \beta_9x_9 + \beta_{10}x_{10} + \varepsilon$, где

Premium – величина премии свыше балансовой или рыночной стоимости, рассчитанные по формулам (1) и (2) соответственно;

β_0 – константа;

$\beta_1 - \beta_{10}$ – неизвестные параметры регрессионной модели, подлежащие оцениванию;

x_1 – доля компании-мишени во владении поглощающей компании до официального объявления об объединении;

x_2 – коэффициент «Цена-прибыль» (Price-to-earnings ratio);

x_3 – модифицированный коэффициент Тобина (Modified Tobin's Q);

x_4 – коэффициент долговой нагрузки;

x_5 – количество дней от даты объявления о сделке до даты ее завершения;

x_6 – vendor: бинарная переменная: 1 – если в сделке участвовал посредник, 0 – в ином случае;

x_7 – method: бинарная переменная: 1 – если сделка оплачена денежными средствами, 0 – в ином случае;

x_8 – hostile: бинарная переменная: 1 – если сделка характеризуется как враждебная, 0 – в ином случае;

x_9 – updt: бинарная переменная: 1 – если во время ведения переговоров сумма сделки была изменена, 0 – в ином случае;

x_{10} – cross: бинарная переменная: 1 – если компании-участницы базируются в разных государствах, 0 – в ином случае;

ε – случайные ошибки модели.

Оценки параметров длинных регрессионных моделей для премий свыше балансовой и рыночной стоимостей представлены в таблицах. Для устранения проблемы гетероскедастичности были использованы «надежные ковариации» (функция «robust»).

¹⁴⁹ Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

Таблица 8. Длинная модель для премии по балансовой стоимости

Название переменной	Коэффициент	t-статистика	p-value	Значимость
toehold	1,7136	0,42	0,672	Незначима
PE	-0,0084	-0,40	0,686	Незначима
MTQ	1,3202	1,94	0,053	Значима*
leverage	-6,6118	-2,60	0,010	Значима**
days	0,0031	0,25	0,800	Незначима
vendor	5,9315	4,02	0,000	Значима***
method	4,7769	2,81	0,005	Значима***
hostile	8,4651	2,65	0,008	Значима***
updt	2,0308	1,03	0,302	Незначима
cross	-0,2393	-0,14	0,889	Незначима
const	-1,9369	-0,56	0,577	Незначима
F-статистика		4,16		
P-value		0,0000		
R^2		0,1475		
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Полученная регрессионная модель является статистически значимой на уровне 1%, объясняющая сила модели существенно возросла: коэффициент детерминации модели составляет 14,75%. Анализ оценок коэффициентов позволяет сделать вывод о том, что статистически значимые взаимосвязи, выявленные при оценке параметров «коротких» моделей, сохраняются и при добавлении новых независимых переменных, при этом направления данных взаимосвязей неизменны, что свидетельствует об адекватности представленных моделей. Кроме того, выявлены статистически значимые отличия по бинарным переменным Method, Hostile и Vendor, которые описывают метод оплаты сделки, дружественный или враждебный характер объединения, а также участие посредника.

Полученные оценки коэффициентов свидетельствуют о том, что в случае оплаты сделки денежными средствами поглощающая фирма как правило выплачивает целевой фирме больший размер премии, что согласуется с результатами, полученными в работе Marks, при этом оценка коэффициента перед аналогичной бинарной переменной в данной работе сопоставима с полученной¹⁵⁰. Кроме того, на основании представленных результатов можно принять гипотезу о том, что для заключения дружественных сделок в среднем требуется уплатить меньший размер премии. Данная гипотеза рассматривается и подтверждается в уже упомянутом исследовании Marks¹⁵¹, а также статье В.В. Назаровой и

¹⁵⁰ Marks, J. Explaining Merger and Acquisition Premiums in the U.S. Electric and Natural Gas Sectors in a Period of Deregulation from 1990–2012 // Duke University. – 2013

¹⁵¹ Там же

О. В. Шевякиной¹⁵². Статистически значимые отличия величины премии наблюдаются также при участии посредника: в такой ситуации премия в среднем выше, чем в случае, если компании-участницы пришли к соглашению самостоятельно, что подтверждает предположение, выдвинутое в рамках гипотезы 3.

В силу того, что оценки коэффициентов перед переменными Cross и Updt, относящихся к трансграничному характеру исследуемых сделок, а также наличию корректировок стоимости целевой фирмы в процессе ведения переговоров, статистически значимо не отличаются от нуля, можно сделать вывод о том, что значимых отличий в величине премий свыше балансовой стоимости по данным характеристикам сделок не выявлено.

Аналогичным образом были получены оценки коэффициентов «длинной» регрессионной модели, где в качестве зависимой переменной выступает премия свыше рыночной стоимости.

Таблица 9. Длинная модель премии по рыночной стоимости

Название переменной	Коэффициент	t-статистика	p-value	Значимость
toehold	0,5847	0,13	0,894	Незначима
PE	-0,0025	-0,14	0,889	Незначима
MTQ	-0,22610	-4,93	0,000	Значима***
leverage	-1,3520	-0,42	0,678	Незначима
days	0,0058	0,58	0,565	Незначима
vendor	9,5177	6,20	0,000	Значима***
method	7,3420	4,03	0,000	Значима***
hostile	11,0395	3,07	0,002	Значима***
updt	3,6727	1,96	0,050	Значима*
cross	-1,7510	-1,05	0,296	Незначима
const	-3,6295	-1,11	0,268	Незначима
F-статистика		5,88		
P-value		0,0000		
R^2		0,2021		
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Представленная регрессионная модель также является статистически значимой на уровне 1% и обладает самой высокой объясняющей силой из всех рассмотренных ранее моделей, коэффициент детерминации составляет более 20%. Выявленные на предыдущем этапе направления взаимосвязей между величиной премии свыше рыночной стоимости и

¹⁵² Назарова, В.В., Шевякина, О.Р. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // Корпоративные финансы. – 2015

количественными независимыми переменными сохраняются и в длинной модели. Кроме того, оценки параметров регрессионной модели согласуются с выводами, полученными при рассмотрении премий свыше балансовой стоимости. Помимо этого, на уровне значимости в 10% наблюдаются статистически значимые различия в величине премий для сделок, в процессе заключения которых производилось изменение суммы сделки. Данные результаты позволяют принять соответствующую гипотезу на 10% уровне значимости и заключить, что в среднем при прочих равных изменение стоимости компании-мишени в процессе переговоров производится в большую сторону, что увеличивает величину премии в сделке M&A. Несмотря на то, что данное предположение обсуждалось в нескольких исследованиях, эмпирическая проверка соответствующей гипотезы в рассмотренных работах не проводилась.

Для того, чтобы убедиться, что рассмотренные характеристики сделки действительно являются существенными переменными, которые необходимо включать в модель, был проведен тест Вальда на выбор между короткой и длинной регрессией. Данный тест проверяет основную гипотезу о том, что коэффициенты перед переменными, добавленными в длинную модель, равны нулю против альтернативной – о соответствующем неравенстве. Для принятия решения используется статистика Фишера. Результаты теста показали, что все переменные, включенные в длинную модель, являются существенными, следовательно, на уровне значимости в 1% можно принять гипотезу о том, что рассмотренные характеристики сделок M&A действительно являются детерминантами премий в слияниях и поглощениях.

Результаты, полученные при анализе оценок коэффициентов рассмотренных ранее регрессионных моделей обобщенно представлены в таблице.

Таблица 10. Анализ оценок коэффициентов регрессионных моделей

Название переменной	Обозначение	Предполагаемое направление взаимосвязи	Премии по балансовой стоимости	Премии по рыночной стоимости
Первоначальная доля поглощающей компании в компании-мишени	toehold	Отрицательная взаимосвязь	Переменная незначима	Переменная незначима
Соотношение «Цена – прибыль» (Price-to-earnings ratio)	PE	Не определено	Переменная незначима	Переменная незначима

Название переменной	Обозначение	Предполагаемое направление взаимосвязи	Премии по балансовой стоимости	Премии по рыночной стоимости
Коэффициент Тобина (Modified Tobin's Q)	MTQ	Не определено	Положительная взаимосвязь	Отрицательная взаимосвязь
Уровень долговой нагрузки	leverage	Отрицательная взаимосвязь	Предположение выполняется	Переменная незначима
Срок от объявления о сделке до её завершения	days	Положительная взаимосвязь	Переменная незначима	Переменная незначима
Участие посредника	vendor	Положительный коэффициент	Предположение выполняется	Предположение выполняется
Метод оплаты сделки	method	Положительный коэффициент	Предположение выполняется	Предположение выполняется
Характер сделки	hostile	Положительный коэффициент	Предположение выполняется	Предположение выполняется
Изменение цены предложения	updt	Положительный коэффициент	Переменная незначима	Предположение выполняется
Трансграничный характер сделки	cross	Положительный коэффициент	Переменная незначима	Переменная незначима

На следующем этапе регрессионного анализа были исследованы взаимосвязи между величиной ценовой премии и количественными независимыми переменными в зависимости от типа исследуемых сделок. Для решения данной задачи в короткую регрессионную модель были добавлены перекрестные переменные, которые представляют собой произведение количественной и бинарной переменных, при этом последняя отвечает за соответствующий тип сделки. Перекрестные переменные часто используются в академических работах, посвященных слияниям и поглощениям, чтобы учесть особые условия, являющиеся с выдвинутыми исследовательскими гипотезах. Примеры использования данного вида переменных можно найти в статье Li, где автор исследует влияние информационной прозрачности и степени освещенности готовящегося объединения компаний в открытых источниках на величину премии в сделках M&A¹⁵³. Перекрестные переменные встречаются и в работе Oldford, в которой данный тип

¹⁵³ Li, Y., Lo, Y. The impact of analyst coverage on partial acquisitions: Evidence from M&A premium and firm performance in China // International Review of Economics & Finance. – 2018. – No. 63.

переменных используется для учета отраслевых особенностей премий при покупке компаний, находящихся в ситуации финансовых затруднений¹⁵⁴.

Результаты анализа моделей с введенными перекрестными переменными представлены в таблицах. Все полученные регрессионные модели являются статистически значимыми на уровне значимости в 1%, однако их объясняющая сила не превышает 13%.

Таблица 11. Участие посредников

Название переменной	BVprem		MVprem	
	Коэффициент	P-value	Коэффициент	P-value
toehold	0.6612	0.875	0.2945	0.947
PE	0.0028	0.909	0.0160	0.525
MTQ	1.9299	0.003***	-0.3681	0.428
leverage	0.4948	0.814	0.9363	0.612
Vendor	11.9741	0.000***	14.3641	0.000***
Vendor x PE	-0.0118	0.773	-0.0254	0.497
Vendor x MTQ	-0.5286	0.647	-2.3703	0.002***
Vendor x leverage	-10.8713	0.012**	-4.6611	0.398
const	-0.5914	0.816	1.4173	0.537
F-статистика	4.77		5.20	
P-value	0.0000		0.0000	
R^2	0.0926		0.1063	
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Полученные результаты свидетельствуют о том, что премии выше балансовой стоимости для сделок с участием посредников и без него изменяются по-разному в зависимости от уровня долговой нагрузки целевой фирмы. Иными словами, при построении регрессионных моделей для двух подвыборок, разделенных по указанному критерию, оценки коэффициентов перед переменной leverage (уровень долговой нагрузки целевой фирмы) будут различны. Стоит отметить, что закономерности изменения премий в зависимости от коэффициента Тобина целевой фирмы также отличаются.

Таблица 12. Метод оплаты сделки

Название переменной	BVprem		MVprem	
	Коэффициент	P-value	Коэффициент	P-value
toehold	-2.4005	0.589	-5.3477	0.254
PE	-0.0306	0.514	0.0026	0.956
MTQ	1.7093	0.065*	-0.8860	0.243
leverage	-0.6983	0.771	4.6124	0.236
Method	9.4374	0.012**	14.4726	0.001***

¹⁵⁴ Oldford, E. Three Essays on Mergers and Acquisitions: Negative Premium, Failed Mergers, and Deal Quality Implications of Medium of Exchange // Carleton University. – 2017

Название переменной	BVprem		MVprem	
	Коэффициент	P-value	Коэффициент	P-value
Method x PE	0.0255	0.630	-0.0224	0.665
Method x MTQ	-0.4011	0.746	-1.8311	0.050**
Method x leverage	-11.1787	0.023**	-12.0278	0.067*
const	3.005	0.191	4.2816	0.115
F-статистика	3.36		3.78	
P-value	0.0010		0.0003	
R^2	0.0785		0.0690	
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Исходя из полученных оценок параметров представленной регрессионной модели, можно заключить, что премии свыше балансовой стоимости для сделок, оплаченных денежными средствами и иными способами по-разному изменяются в зависимости от уровня долговой нагрузки целевой фирмы. В свою очередь, для премии свыше рыночной стоимости различия в зависимости от метода оплаты наблюдаются как по уровню долговой нагрузки, так и по коэффициенту Тобина целевой фирмы.

Таблица 13. Характер сделки

Название переменной	BVprem		MVprem	
	Коэффициент	P-value	Коэффициент	P-value
toehold	0.6310	0.868	-0.7685	0.859
PE	-0.0141	0.548	-0.0201	0.190
MTQ	1.8707	0.010**	-1.2390	0.001***
leverage	-5.1286	0.035**	-1.5916	0.632
Hostile	30.0295	0.024**	31.8513	0.030**
Hostile x PE	0.0252	0.612	0.1112	0.132
Hostile x MTQ	-3.0787	0.099*	-6.3339	0.004***
Hostile x leverage	-29.9770	0.053*	-24.9128	0.178
const	5.0085	0.024***	8.6224	0.003
F-статистика	3.21		4.28	
P-value	0.0016		0.0001	
R^2	0.1223		0.1296	
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Представленная регрессионная модель обладает самой высокой объясняющей силой среди моделей с использованием перекрестных переменных. Анализ полученных результатов позволяет заключить, что премии свыше балансовой стоимости для враждебных и дружественных поглощений по-разному изменяются в зависимости от уровня долговой нагрузки и коэффициента Тобина целевой фирмы, при этом коэффициенты перед значимыми перекрестными переменными отрицательны. Разные закономерности в изменении в зависимости от коэффициента Тобина также характерны для

премий выше рыночной стоимости. Таким образом, анализ перекрестных переменных позволяет сделать вывод о том, что бинарные переменные, характеризующие разные типы сделок, не только являются детерминантами премий в слияниях и поглощениях с участием компаний из стран группы БРИКС, но также оказывают существенное влияние на характер взаимосвязи между величиной уплаченной премии и показателями финансовой результативности выбранного объекта поглощения.

Для выявления отраслевых различий в величине выплачиваемой премии в короткие регрессионные модели были введены бинарные переменные, принимающие значение 1, если компания относится к соответствующей отрасли и 0 – в ином случае. Для избежания проблемы мультиколлинеарности за базовую отрасль принята категория «прочие». Оценки параметров полученных регрессионных моделей представлены в таблице.

Таблица 14. Отраслевые различия в величине премий

Описание	Переменная	BVprem		MVprem	
		Коэффициент	P-value	Коэффициент	P-value
Доля во владении компании-покупателя	Toehold	-0.24912	0.954	-1.0912	0.816
Коэффициент «Цена-прибыль»	PE	-0.0084	0.724	-0.0020	0.922
Коэффициент Тобина	MTQ	1.5814	0.032**	-1.7662	0.000***
Коэффициент долговой нагрузки	Leverage	-6.0633	0.034**	-2.2220	0.529
Энергетика	Energy	6.7083	0.054*	5.2290	0.147
Логистика	Logistics	10.8419	0.100	8.1058	0.150
Автомобильная промышленность	Motors	5.4368	0.017**	7.1222	0.074*
Добывающая промышленность	Mining	3.8578	0.290	3.3022	0.300
Здравоохранение	Healthcare	15.8616	0.077*	20.1984	0.032**
Информационные технологии	IT	2.2066	0.329	3.3351	0.222
Инфраструктура	Infrastructure	8.6792	0.004***	17.9749	0.031**
Легкая промышленность	Goods	4.9676	0.098*	3.6349	0.221
Машиностроение	Machinery	11.6014	0.024**	8.5687	0.022**
Металлургия	Metals	0.6214	0.716	5.6499	0.409
Пищевая промышленность	Food	6.1350	0.012**	10.3815	0.059*
Ритейл	Retail	0.8732	0.533	-2.0232	0.202

Описание	Переменная	BVprem		MVprem	
		Коэффициент	P-value	Коэффициент	P-value
Строительство	Construction	3.5237	0.030**	2.7834	0.347
Телекоммуникации	Telecom	12.1726	0.002***	14.5014	0.025**
Туризм	Tourism	-0.2461	0.863	0.3742	0.896
Услуги	Services	4.9220	0.097*	7.3114	0.137
Фармацевтическая промышленность	Pharma	2.6408	0.373	0.6245	0.764
Финансы	Finance	6.3306	0.003***	7.6419	0.005***
Химическая промышленность	Chemist	6.9026	0.011**	4.5408	0.075*
константа	cons	1.0951	0.707	4.6846	0.166
F-статистика		2.75		2.37	
P-value		0.0000		0.0005	
R^2		0.1133		0.1044	
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости					

По сравнению с другими секторами, премии как по рыночной, так и по балансовой стоимости существенно выше в таких отраслях как автомобильная, машиностроительная, химическая и пищевая промышленность, инфраструктура (компании, которые занимаются строительством мостов, автомобильных и железных дорог, парков и трубопроводов), здравоохранение, финансы и телекоммуникации (радио, цифровое и кабельное телевидение). Полученные результаты частично согласуются с данными статистического агентства Statista, эксперты которого отмечают, что фирмы, относящиеся к промышленным отраслям, а также здравоохранению и телекоммуникациям, находились в числе лидеров по величине премий в сделках M&A, в 2018 году темпы роста средней величины премий в некоторых из этих отраслей достигали 50%¹⁵⁵. К похожим выводам приходит и Ciampa: автор утверждает, что рост активности слияний и поглощений в отрасли телекоммуникаций в период с 2014 по 2019 год привел к сокращению числа привлекательных компаний-мишеней в данном секторе и стал причиной существенного увеличения премий в сделках M&A¹⁵⁶. Статистически значимые различия в величине премий для промышленных фирм были выявлены в работе Meier¹⁵⁷. Автор также отмечает, что существенно более высокие премии выплачиваются компаниями-поглотителями из сферы здравоохранения. Данная

¹⁵⁵ Average merger and acquisition (M&A) premiums to four-week stock price Worldwide in 2017 and 2018, by industry. [Электронный ресурс] / Statista. – Режим доступа <https://www.statista.com/statistics/978475/average-premiums-worldwide-by-industry/>, свободный. – Загл. с экрана. (21.04.2020)

¹⁵⁶ Ciampa, D. M&A premiums surge as pool of targets subsides. [Электронный ресурс] / Deloitte Insights. – Режим доступа: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/technology/mergers-acquisitions-premiums-telecom-media-entertainment.html>, свободный. – Загл. с экрана. (27.04.2020)

¹⁵⁷ Meier, J. Determinants of Acquisition Premiums in M&A-Transactions - An Analysis of Deal Characteristics // CARF Luzern. - 2019

закономерность объясняется привлекательностью рынков здравоохранения в развивающихся странах, которая, по мнению экспертов BCG, обусловлена несколькими факторами, такими как особенности потребительских предпочтений, а также существенный объем и потенциал роста данных рынков, вызванные старением населения и наличием неудовлетворенного спроса на медицинские товары и услуги¹⁵⁸. Вопрос об особенностях премий в слияниях и поглощениях компаний из разных отраслей был рассмотрен и в работе А. Д. Плоткиной: результаты исследования позволяют заключить, что на российском рынке более высокие премии выплачиваются при приобретении фирм, относящихся к пищевой промышленности, отраслям электроэнергетики, инфраструктуры и транспорта. Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что отраслевые различия в величине премий в сделках M&A в участием российских компаний в целом совпадают с закономерностями, характерными для стран группы БРИКС.¹⁵⁹

Тест Вальда на выбор между короткой и длинной моделью показал, что введенные бинарные переменные являются существенными, на уровне значимости в 1% можно принять гипотезу о том, что отраслевая принадлежность компании-мишени является детерминантой величины премии в сделке M&A.

На последнем этапе эмпирического исследования с применением методов регрессионного анализа были построены модели бинарного выбора для изучения вероятности переоценки компании-мишени. С этой целью были введены две новые переменные:

1. BVover – бинарная переменная, характеризующая переоценку компании-мишени, принимает значение 1, когда премия свыше балансовой стоимости больше нуля и 0 – в ином случае;
2. MVover - бинарная переменная, принимает значение 1, когда премия свыше рыночной стоимости больше нуля и 0 – в ином случае.

Анализ таблиц частот представленных зависимых переменных показал, что в случае при с премиями свыше рыночной стоимости, переоцененными оказались 47,09% рассматриваемых компаний-мишеней, а при рассмотрении премий свыше балансовой стоимости – лишь 41,86%.

¹⁵⁸ The Boston Consulting Group. BRICS versus Mortar? Winning in M&A in emerging markets. [Электронный ресурс] / The Boston Consulting Group. – Режим доступа: https://image-src.bcg.com/Images/BRICs_Versus_Mortar_Aug_2013_tcm9-95826.pdf, свободный. – Загл. с экрана. (28.04.2020)

¹⁵⁹ Плоткина, А. Д., Халилова Д. А. Анализ премий при сделках M&A на российском рынке // Финансовый университет при Правительстве РФ. – 2013

Введенные бинарные переменные выступают в качестве зависимых в предложенных моделях. В данной работе используется логит-модель, которая имеет вид:

$$y = F(\beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 + \beta_6 x_6 + \beta_7 x_7 + \beta_8 x_8 + \beta_9 x_9 + \beta_{10} x_{10}) + u;$$

$$y = F(Z) + u$$

y – переоценка компании: бинарная переменная, принимающая значение 1, когда соответствующая премия больше нуля и 0 – в ином случае;

β_0 – константа;

$\beta_1 - \beta_{10}$ – неизвестные параметры регрессионной модели, подлежащие оцениванию;

x_1 – доля компании-мишени во владении поглощающей компании до официального объявления об объединении;

x_2 – коэффициент «Цена-прибыль» (Price-to-earnings ratio);

x_3 – модифицированный коэффициент Тобина (Modified Tobin's Q);

x_4 – коэффициент долговой нагрузки;

x_5 – количество дней от даты объявления о сделке до даты ее завершения;

x_6 – vendor: бинарная переменная: 1 – если в сделке участвовал посредник, 0 – в ином случае;

x_7 – method: бинарная переменная: 1 – если сделка оплачена денежными средствами, 0 – в ином случае;

x_8 – hostile: бинарная переменная: 1 – если сделка характеризуется как враждебная, 0 – в ином случае;

x_9 – updt: бинарная переменная: 1 – если во время ведения переговоров сумма сделки была изменена, 0 – в ином случае;

x_{10} – cross: бинарная переменная: 1 – если компании-участницы базируются в разных государствах, 0 – в ином случае;

u – случайные ошибки в модели.

В качестве функции регрессии $F(x_j; \beta_j) = F(Z)$ выступает логистическая функция, которая имеет вид:

$$\lambda(Z) = P\{Y = 1|X\} = \frac{e^Z}{1+e^Z} \quad (2.3.1.)$$

Оценка параметров логит-моделей проводится методом максимального правдоподобия, для избежания проблемы гетероскедастичности были использованы «надежные ковариации» (функция «robust»). Полученные оценки представлены в таблицах.

Таблица 15. Логит-модель переоценки по балансовой стоимости

Название переменной	Коэффициент	z-статистика	p-value	Значимость
toehold	0,8876	1,33	0,182	Незначима
PE	0,0026	0,87	0,384	Незначима
MTQ	0,2315	2,06	0,039	Значима**
leverage	-0,8032	-1,58	0,114	Незначима
days	0,0024	1,97	0,048	Значима**
vendor	1,9419	6,32	0,000	Значима***
method	1,0826	3,83	0,000	Значима***
hostile	2,0558	5,08	0,000	Значима***
updt	0,3172	0,95	0,342	Незначима
cross	-0,1720	-0,59	0,556	Незначима
const	-3,0087	-4,64	0,000	Значима***
Выборочная статистика		67,99		
P-value		0,0000		
Pseudo R^2		0,2151		
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Представленная модель является статистически значимой на уровне значимости в 1%. По полученным оценкам параметров модели можно сделать выводы о направлении взаимосвязи между вероятностью переоценки компании свыше балансовой стоимости и статистически значимыми независимыми переменными. Так, более высокие показатели инвестиционной привлекательности целевой фирмы, находящие свое отражение в коэффициенте Тобин Q, увеличивают вероятность переоценки. В то же время, в случаях, если сделка была оплачена денежными средствами или имела враждебный характер, шанс того, что оценка компании-мишени будет завышена, существенно более высок. Та же закономерность характерна и для сделок, в которых участвовал посредник. Кроме того, данная модель интересна тем, что демонстрирует статистически значимую положительную взаимосвязь между количеством дней от объявления о сделке до её завершения на уровне значимости в 5%.

Таблица 16. Логит-модель переоценки по рыночной стоимости

Название переменной	Коэффициент	z-статистика	p-value	Значимость
toehold	1,0743	1,64	0,102	Незначима
PE	0,0001	0,06	0,956	Незначима
MTQ	-0,0984	-1,00	0,320	Незначима
leverage	0,0658	0,14	0,890	Незначима
days	0,0017	1,31	0,192	Незначима
vendor	1,4222	4,98	0,000	Значима***

Название переменной	Коэффициент	z-статистика	p-value	Значимость
method	0,9553	3,65	0,000	Значима***
hostile	2,3096	4,78	0,000	Значима***
updt	0,3641	1,15	0,251	Незначима
cross	-0,4230	-1,48	0,138	Незначима
const	-2,2854	-3,62	0,000	Значима***
Выборочная статистика		45,17		
P-value		0,0000		
Pseudo R^2		0,1523		
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости				

Логит-модель, построенная для зависимой переменной, характеризующей переоценку компаний-мишеней из стран группы БРИКС по премиям свыше рыночной стоимости также является статистически значимой на уровне в 1%, однако количество значимых переменных в ней несколько ниже, чем в предыдущей модели. Исходя из представленных оценок параметров, можно заключить, что различия, выявленные по бинарным независимым переменным vendor, method и hostile сохраняются, однако статистически значимых взаимосвязей между вероятностью переоценки и коэффициентом Тобина, а также количественной переменной days, не выявлено.

В связи со специфическими особенностями построения моделей бинарного выбора, по представленным оценкам параметров можно сделать вывод лишь о направлении взаимосвязи между вероятностью переоценки компании и соответствующими факторами модели, однако для интерпретации оценок параметров необходимо перейти к предельным эффектам исследуемых переменных. Поскольку предельные эффекты равны частным производным от функции регрессии по каждой независимой переменной, в моделях бинарного выбора данные показатели не постоянны и являются функцией всех независимых переменных. Исходя из этого, вычисление средних предельных эффектов кажется наиболее целесообразным.

Таблица 17. Средние предельные эффекты

Название переменной	Средний предельный эффект (BVover)	Средний предельный эффект (MVover)
toehold	0,2123	0,2678
PE	0,0006	0,0001
MTQ	0,0055**	-0,0245
leverage	-0,1921	0,0016
days	0,0005*	0,0004
vendor	0,4171***	0,3366***
method	0,2497***	0,2328***

Название переменной	Средний предельный эффект (BVover)	Средний предельный эффект (MVover)
hostile	0,4627***	0,4701***
updt	0,0741	0,0897
cross	-0,0407	-0,1043
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости		

Анализ средних предельных эффектов показывает, что при увеличении среднего коэффициента Тобина на 1, вероятность того, что целевая фирма будет оценена выше её балансовой стоимости, увеличивается на 0,55%. В то же время, увеличение среднего срока ведения переговоров на 1 день увеличивает вероятность переоценки целевой фирмы на 0,05%. Стоит так же отметить, что величины средних предельных эффектов по статистически значимым независимым переменным в целом сопоставимы в обеих представленных моделях бинарного выбора.

С целью проверки адекватности представленных логит-моделей был проведен анализ их предсказательной силы. Данный анализ подразумевает предсказание значений вероятности того, что зависимая переменная равна 1, по оцененной модели с последующим вычислением количества верно предсказанных значений. Результаты анализа показали, что логит-модель для зависимой переменной BVover верно предсказывает её значение в 74,42% случаев. В то же время, предсказательная сила модели с зависимой переменной MVover несколько ниже и составляет 69,77%.

2.4. Проверка статистических гипотез

Для изучения особенностей слияний и поглощений в странах БРИКС и выявлении статистически значимых различий в величине уплаченных премий в разных государствах группы в регрессионную модель были добавлены бинарные переменные, определяющие географическую принадлежность компании, однако для обоих вариантов зависимых переменных введенные переменные оказались не значимы. Тест Вальда на выбор между «короткой» и «длинной» регрессией также показал, на уровне значимости в 1% можно принять гипотезу о том, что географическая принадлежность компании-мишени не является детерминантой премий в сделках слияния и поглощения в странах группы БРИКС (p-value = 0,6914 для регрессионной модели BVprem и p-value = 0,8393 для регрессионной модели MVprem). Исходя из этого, для выявления возможных отличий в величине премий для компаний из разных стран группы была проведена проверка статистических гипотез о равенстве математического ожидания.

В силу того, что проверка параметрических гипотез требует соблюдения условия о нормальности распределения изучаемых переменных, которое не выполняется для рассмотренных ранее премий свыше балансовой и рыночной стоимостей, для проведения

расчетов был совершен переход к новому показателю, вычисленному как логарифмированная разность суммы сделки и чистых активов фирмы (для оценки премии свыше балансовой стоимости) и логарифмированная разность суммы сделки и рыночной капитализации компании-мишени (для оценки премии свыше рыночной стоимости), тест Шапиро-Уилка подтвердил, что закон распределения полученных величин близок к нормальному. Стоит отметить, что данный метод расчета не подходит для случаев, когда абсолютная величина премии меньше нуля, поэтому при проверке статистических гипотез были рассмотрены только переоцененные компании.

Проверка статистических гипотез проводилась по следующему алгоритму. На первом этапе были выдвинуты основная и альтернативная гипотезы вида:

$$H_0: m_i = m_j$$

$$H_a: m_i \neq m_j$$

где m_i и m_j – математические ожидания премий в сделке М&А в разных странах.

В случае, если на первом этапе принималась альтернативная гипотеза, подтверждающая наличие статистически значимых различий в размере премий для компаний, базирующихся в соответствующих государствах, были рассмотрены также альтернативные гипотезы вида:

$$H_0: m_i = m_j$$

$$H_a: m_i > m_j$$

или

$$H_0: m_i = m_j$$

$$H_a: m_i < m_j$$

где m_i и m_j – математические ожидания премий в сделке М&А в разных странах.

В случае, если на первом этапе принималась основная гипотеза о равенстве математических ожиданий, дополнительных тестов не проводилось. При проверке статистических гипотез все страны группы сравнивались попарно, необходимые расчеты были проведены с помощью пакета Stata.

Гипотезы, сформулированные на последнем этапе, а также необходимые пояснения к ним и результаты проверки представлены в таблице. В результате сравнения были выявлены статистически значимые различия между величиной премий в нескольких парах стран: Бразилия и Индия, Бразилия и Россия, Китай и Индия, Китай и Россия.

Таблица 18. Статистические гипотезы о величине премии свыше балансовой стоимости

	Бразилия (m_1)	Россия (m_2)	Индия (m_3)	Китай (m_4)	ЮАР (m_5)
Бразилия (m_1)	—				

	Бразилия (m_1)	Россия (m_2)	Индия (m_3)	Китай (m_4)	ЮАР (m_5)
Россия (m_2)	$H_0: m_1 = m_2$ $H_a: m_1 > m_2$ Принимаем H_a^{**}	—			
Индия (m_3)	$H_0: m_1 = m_3$ $H_a: m_1 > m_3$ Принимаем H_a^{**}	$H_0: m_2 = m_3$ $H_a: m_2 \neq m_3$ Принимаем H_0	—		
Китай (m_4)	$H_0: m_1 = m_4$ $H_a: m_1 \neq m_4$ Принимаем H_0	$H_0: m_2 = m_4$ $H_a: m_2 < m_4$ Принимаем H_a^{***}	$H_0: m_3 = m_4$ $H_a: m_3 < m_4$ Принимаем H_a^{***}	—	
ЮАР (m_5)	$H_0: m_1 = m_5$ $H_a: m_1 \neq m_5$ Принимаем H_0	$H_0: m_2 = m_5$ $H_a: m_2 \neq m_5$ Принимаем H_0	$H_0: m_3 = m_5$ $H_a: m_3 \neq m_5$ Принимаем H_0	$H_0: m_4 = m_5$ $H_a: m_3 \neq m_5$ Принимаем H_0	—
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости					

По результатам проверки статистических гипотез можно сделать вывод о том, что на уровне значимости в 5%, можно принять гипотезу о том, что компании, базирующиеся в Бразилии и Китае, получают в среднем более высокие премии, чем целевые фирмы из Индии и России. Выявленные закономерности частично подтверждаются работой Kim, где автор приходит к выводу о том, что среди стран группы БРИКС наиболее высокие премии как правило выплачиваются китайскими компаниями при совершении сделок на внутреннем рынке¹⁶⁰. Данный вывод в целом соотносится с полученными результатами, поскольку более 70% сделок в рассматриваемой выборке являются локальными. Статистически значимых различий в величине премий, выплаченных в сделках с участием южноафриканских компаний не выявлено, что может быть связано с малым числом организаций из этого региона в выборке.

Аналогичным образом были проверены статистические гипотезы о равенстве математических ожиданий премий свыше рыночной стоимости для подвыборок компаний-мишеней, базирующихся в странах группы БРИКС. Результаты проверки гипотез представлены в таблице.

¹⁶⁰ Kim, A. Acquired by BRICS [Электронный ресурс] / BRICS business magazine. – Режим доступа: <https://www.bricsmagazine.com/en/articles/acquired-by-brics>, свободный. – Загл. с экрана. (21.03.2020)

Таблица 19. Статистические гипотезы о величине премии свыше рыночной стоимости

	Бразилия (m_1)	Россия (m_2)	Индия (m_3)	Китай (m_4)	ЮАР (m_5)
Бразилия (m_1)	—				
Россия (m_2)	$H_0: m_1 = m_2$ $H_a: m_1 > m_2$ Принимаем H_a^{**}	—			
Индия (m_3)	$H_0: m_1 = m_3$ $H_a: m_1 > m_3$ Принимаем H_a^{**}	$H_0: m_2 = m_3$ $H_a: m_2 \neq m_3$ Принимаем H_0	—		
Китай (m_4)	$H_0: m_1 = m_4$ $H_a: m_1 \neq m_4$ Принимаем H_0	$H_0: m_2 = m_4$ $H_a: m_2 < m_4$ Принимаем H_a^{***}	$H_0: m_3 = m_4$ $H_a: m_3 < m_4$ Принимаем H_a^{***}	—	
ЮАР (m_5)	$H_0: m_1 = m_5$ $H_a: m_1 \neq m_5$ Принимаем H_0	$H_0: m_2 = m_5$ $H_a: m_2 \neq m_5$ Принимаем H_0	$H_0: m_3 = m_5$ $H_a: m_3 \neq m_5$ Принимаем H_0	$H_0: m_4 = m_5$ $H_a: m_3 > m_5$ Принимаем H_a^{**}	—
*** - 1% уровень значимости, ** - 5% уровень значимости, * - 10% уровень значимости					

Полученные результаты позволяют принять гипотезу о том, что на уровне значимости в 5% для премий свыше рыночной стоимости принимаются те же гипотезы, что и для премий свыше балансовой стоимости. Выявленные закономерности позволяют сделать вывод о том, что различия в величине премий для компаний-мишеней из стран группы БРИКС в целом одинаковы для разных вариантов расчета, сохранение знаков неравенства в принятых альтернативных гипотезах также может свидетельствовать о надежности полученных результатов.

Выводы

В силу того, что все построенные регрессионные модели являются статистически значимыми, выводы относительно выдвинутых гипотез могут быть сформулированы для каждой их них.

Гипотеза 1, в рамках которой было выдвинуто предположение об отрицательной взаимосвязи между величиной премии и коэффициентом «Цена-прибыль» целевой фирмы, отвергается для данного показателя для всех регрессионных моделей на каждом рассматриваемом уровне значимости. Данный результат может объясняться относительной

простотой показателя РЕ, который не способен до конца охватить потенциал будущего роста целевой фирмы. Аналогичный аргумент приводится в работе Wickramanayake, где автор обнаружил отрицательную взаимосвязь данного показателя с ценовыми премиями, что противоречит ранее проведенным эмпирическим исследованиям. Кроме того, в результате оценивания параметров всех представленных регрессионных моделей не было выявлено статистически значимых взаимосвязей между величиной премии и пакетом акций целевой фирмы во владении поглощающей компании до заключения сделки, что позволяет отвергнуть гипотезу 2 на уровне значимости в 1%. Аналогичный результат получен в исследовании Marks, что подтверждает отсутствие эмпирических доказательств существования «оптимального» размера изначального капитала, вложенного в целевую фирму¹⁶¹.

Предположение о существовании статистически значимой взаимосвязи между коэффициентом Тобина и размером ценовых премий, подтверждается как для коротких, так и для длинных моделей. Отрицательная взаимосвязь данного показателя с величиной рыночной премии объясняется тем, что прошлые неудовлетворительные финансовые результаты компании-мишени являются одним из факторов, увеличивающих вероятность поглощения с целью устранения неэффективности менеджмента, устранение которого может быть крайне прибыльным для поглощающей компании, что влечет за собой большую величину премии при совершении сделки.

Гипотеза о существовании статистически значимой отрицательной взаимосвязи между размером премии и уровнем долговой нагрузки целевой фирмы принимается только в отношении премий свыше балансовой стоимости, однако полученный результат устойчив как на короткой, так и на длинной модели, что позволяет принять данную гипотезу на уровне значимости в 5%.

Несмотря на то, что в результате анализа значимости переменных линейных регрессионных моделей статистически значимых взаимосвязей между премиями в сделках М&А и сроком от официального объявления об объединении до его завершения выявлено не было, оценки коэффициентов логит-модели для рыночной премии позволяют сделать вывод том, что увеличение сроков ведения переговоров увеличивает вероятность переоценки целевой фирмы. Данный результат не позволяет принять гипотезу 3 в отношении данной характеристики ни на одном уровне значимости, однако свидетельствует о необходимости дальнейшего изучения данного вопроса.

¹⁶¹ Marks, J. Explaining Merger and Acquisition Premiums in the U.S. Electric and Natural Gas Sectors in a Period of Deregulation from 1990–2012 // Duke University. – 2013

Статистически значимые различия для разных типов сделок были выявлены с помощью регрессионных моделей для обоих типов вычисленных ценовых премий. Так, в сделках, оплаченных денежными средствами, имеющих враждебный характер или подразумевающих участие посредника, величина премии выше, чем в других объединениях. Предположения, выдвинутые в рамках гипотезы 3, подтверждаются не только значимым отличием от нуля коэффициентов линейных регрессий, но и полученными оценками моделей бинарного выбора. Результаты анализа указывают на то, что в случае дружественных поглощений, сделок, оплаченных ценными бумагами и объединений, проведенных без участия инвестиционных банков или консультационных фирм, вероятность переоценки целевой фирмы существенно снижается.

Гипотеза, в рамках которой было выдвинуто предположение о существовании статистически значимых различий между премиями в сделках M&A, сумма по которым была изменена в процессе ведения переговоров и теми, где корректировки не производились, может быть принята на уровне значимости в 10% только для премии свыше рыночной стоимости: при прочих равных изменение стоимости компании-мишени в процессе переговоров производится в большую сторону. В то же время, статистически значимых различий между премиями в локальных и транграничных поглощениях выявлено не было. Подобный результат может быть связан с тем, что лишь около 28% сделок в выборке были проведены с участием компаний из разных стран базирования.

Несмотря на то, что результаты регрессионного анализа и тест Вальда показали, что географическая принадлежность целевой фирмы не является детерминантой премии в сделках слияния и поглощения, проверка статистических гипотез выявила устойчивые различия в величине премий для компаний из разных стран группы БРИКС. Так, бразильские и китайские компании получают, как правило, более высокие премии, чем фирмы из других стран группы. Данная закономерность может объясняться относительно низкой стоимостью компаний-мишеней в этом регионе, наличием конкурентного окружения на этапе согласования сделки, а также сложностью процесса определения объекта поглощения, в результате чего компании-покупатели вынуждены платить более высокую стоимость за выбранную мишень.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью данной работы являлось выявление взаимосвязей между величиной премий в слияниях и поглощениях и характеристиками компаний-мишеней, а также специфическими особенностями самой сделки. Для достижения поставленной цели исследования был выдвинут ряд задач, среди которых рассмотрение теоретических аспектов слияний и поглощений, анализ научной литературы, направленной на изучение основных причин возникновения премий и их детерминант, формирование выборки компаний для изучения взаимосвязей между величиной ценовой премии в сделках М&А и финансовым показателями компании-мишени, а также выявления статистически значимых различий между разными типами сделок.

Для проведения эмпирического исследования была использована выборка из 424 торгуемых компаний-мишеней, базирующихся в странах группы БРИКС, сделки М&А с участием которых были объявлены и завершены в период с 2000 по 2019 год. На основании анализа академической литературы был сформулирован ряд гипотез, которые были проверены с помощью построения нескольких линейных регрессионных моделей, моделей бинарного выбора, а также проверки статистических гипотез о равенстве математического ожидания премий в страновых подвыборках. По результатам эмпирического исследования были сделаны следующие основные выводы:

1. Существует статистически значимая отрицательная взаимосвязь между величиной премии и уровнем долговой нагрузки целевой фирмы;
2. Существует статистически значимая взаимосвязь между величиной премии и коэффициентом Тобина, при этом направление взаимосвязи различно для разных вариантов расчета ценовых премий;
3. Сделки, оплаченные денежными средствами, как правило подразумевают большую величину премии, чем объединения, профинансированные за счет ценных бумаг;
4. При совершении дружественного объединения, компании-покупателю требуется уплатить премию меньшую, чем в случае враждебного поглощения;
5. Участие в сделке посредника – инвестиционного банка или консультационной компании – увеличивает вероятность переоценки объекта поглощения, в таких объединениях премии как правило выше;
6. При увеличении срока от объявления о сделке М&А до её завершения, вероятность переоценки компании-мишени возрастает;

7. Существуют статистически значимые различия в величине ценовых премий, выплаченных при поглощении компаний, базирующихся в разных странах группы БРИКС, а также имеющих различную отраслевую принадлежность.

Данное исследование может быть использовано менеджментом компаний, вовлеченных в процесс слияний и поглощений, с целью определения наиболее выгодных условий для совершения объединения, а также послужить отправной точкой дальнейших исследований, направленных на изучение детерминант премий в сделках М&А или определения их оптимальной величины. Для проверки справедливости полученных результатов, предложенные модели могут быть протестированы на различных временных горизонтах или использованы при анализе других рынков капитала.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Абузов Р.М., Григорьева С.А. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы // Экономический журнал Высшей Школы Экономики. – 2015. – Т. 19. №2. – С. 199-217
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – 2-е изд. – М.: Олимп–Бизнес. – 2014. – С. 861-894.
3. Бухвалов, А.В. Корпоративное управление: вводный курс / А.В. Бухвалов, М.В. Смирнов. - 2-е изд. – СПб.: Питер, 2012. – 185 с
4. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №. 1. – С. 27-48
5. Газин, Г., Манаков, Д. Наука поглощений // Вестник McKinsey. – 2003. – С. 7-18.
6. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса // Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс. – 2004.
7. Давиденко А. А. Учет активности конкурентного окружения в оценке премии в сделках слияния и поглощения // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2014. – по. 8 (68). – р. 25
8. Ермольчик В. В. Классификация сделок слияния и поглощения компаний // Экономические науки. – 2017. – №5 (87). – С. 65-70.
9. Загороднова Л. В., Новиков Н. И. Коэффициент Q–Тобина – показатель инвестиционного потенциала предприятий черной металлургии // Вестник Кемеровского государственного университета. – 2014
10. Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал Высшей Школы Экономики. – 2009. – №3. – С. 360-382
11. Индекс глобальной конкурентоспособности. Гуманитарный портал [Электронный ресурс] / Гуманитарный портал. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/global-competitiveness-index/info>, свободный. – Заглавие с экрана.
12. Качество государственного управления. Гуманитарный портал [Электронный ресурс] / Гуманитарный портал. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/governance-matters/governance-matters-info>, свободный. – Заглавие с экрана.
13. Латыпова С. И. Этапы слияний и поглощений // Современные наукоемкие технологии. – 2006. – № 7. – С. 106-108;

14. Молотников А. Е. Слияния и поглощения // Российский опыт. – М.: Вершина. – 2006. – С. 31
15. Назарова, В.В., Шевякина, О.Р. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // Корпоративные финансы. – 2015
16. Никитушкина И. В. Оценка премии в сделках слияния и поглощения с учетом стратегических синергетических эффектов и активности конкурентного окружения // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2012. – №2. – с.72–89
17. Овчинникова Л. С.; Жаденова В. А. Проблемы осуществления сделок слияния и поглощения: перспективы привлечения средств для сделок М&А на рынке длинных денег // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2019. – № 4–2. –С.151–160
18. Плоткина, А. Д., Халилова Д. А. Анализ премий при сделках М&А на российском рынке // Финансовый университет при Правительстве РФ. – 2013
19. Рейтинг стран мира по уровню восприятия коррупции. Гуманитарный портал [Электронный ресурс] / Гуманитарный портал. – Режим доступа: <https://gtmarket.ru/ratings/corruption-perceptions-index/info>, свободный. – Заглавие с экрана.
20. Решетько Н.И., Башкатова Ю.И. Сущность слияний и поглощений и их влияние на конкурентоспособность компаний на рынке // Интернет–журнал "Науковедение". – 2015. – Т. 7. – №2. – С. 1-11.
21. Рябова Е.В., Петрова В.В. Методика оценки премии в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках для частных компаний // Финансы: теория и практика. – 2017. – Т. 21. – № 5. – С. 128–139
22. Титков, М. М. Сделки слияния и поглощения: поведение инвестиционных банкиров и расчет прибыльности сделок // Национальный исследовательский университет – Высшая Школа Экономики. – 2014
23. Трошина, Е.П. Слияния и поглощения: основные виды и мотивы осуществления сделок // Вестник Самарского государственного экономического университета. – Самара: СГЭУ, 2013г. – №7 (105) – С.113-116.
24. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 19.07.2018) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2018), Статья 16. Слияние обществ
25. Agarwal, P., Mittal, R. Mergers and Acquisitions Analysis with the Case Study Method // International Journal of Management and Commerce Innovations. – 2014. – Т. 2. – №1. – С. 234-246.

26. Akerlof G.A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84 (3). – p. 488–500
27. Andrade G., Mitchell M., Stafford E. New Evidence and Perspectives on Mergers // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. 15. – № 2. – p. 103–120
28. Andriosopoulos, D., Andriosopoulos, K., Hoque, H. Information disclosure, CEO overconfidence, and share buyback completion rates // Journal of Banking and Finance – 2013. – T. 37. – p. 5486–99
29. Arzac, E. Valuation for mergers, buyouts and restructuring // New York: John Wiley & Sons. – 2005
30. Average merger and acquisition (M&A) premiums to four-week stock price Worldwide in 2017 and 2018, by industry. [Электронный ресурс] / Statista. – Режим доступа <https://www.statista.com/statistics/978475/average-premiums-worldwide-by-industry/>, свободный. – Заглавие с экрана.
31. Bae, S. Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions // International Business Review. – 2013
32. Baker, McKenzie. Opportunities Across High-growth Markets: Trends in Cross-border M&A. – 2013
33. Balke, N. S., Wohar, M. E. Explaining stock price movements: is there a case for fundamentals? // Economic and Financial Policy Review, Federal Reserve Bank of Dallas. – 2001. – No. Q III. – pp. 22-34.
34. Bendavid, I., Graham, J.R. and Harvey, C.R. Managerial Miscalibration // Quarterly Journal of Economics. – 2013. – p. 1547–1584.
35. Bradley, M. Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control // Journal of Business. – 1980. – p. 345–376.
36. Bris, A., Cabolis, C. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers // Social Science Electronic Publishing. – 2008. – p. 605–648.
37. Cain, D., Denis, J. Information Production by Investment Banks: Evidence from Fairness Opinions // Journal of Law and Economics. – 2013. – Vol. 56. – No. 1. – p. 245–280
38. Canestri, I. International mergers and acquisitions in BRICS versus developed markets. A comparative study of different investment policies // LUISS Libera Università. – 2014
39. Casanova, L., Miroux, A. The Era of Chinese Multinationals: Competing for Global Dominance // Candice Junco. – 2020
40. Chuang, Lee. An Empirical Evaluation of the Overconfidence Hypothesis // Journal of Banking & Finance. – 2006. – Vol. 30. – № 9. – p. 2489–2515.

41. Ciampa, D. M&A premiums surge as pool of targets subsides. [Электронный ресурс] / Deloitte Insights. – Режим доступа: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/technology/mergers-acquisitions-premiums-telecom-media-entertainment.html>, свободный. – Заглавие с экрана.
42. Copeland, T., Koller, T., and Murrin, J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies // New York: John Wiley & Sons. – 1991
43. Crawford D. and Lechner T. Takeover Premiums and Anticipated Merger Gains in the U.S. Market for Corporate Control // Journal of Business, Finance & Accounting. – 1996. – Vol. 23. – p. 807–829.
44. Dai, H.Y. Empirical Study on the Influencing Factors of M&A Premium of Listed Companies in China // Jilin University, Changchun. – 2013
45. Damodaran, A. Investment valuation // New York: John Wiley & Sons. – 2002
46. Deng, P., & Yang, M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation // International Business Review. – 2014. – Vol. 24(1). – p. 157–172
47. Dhaliwal, D. S., Erickson, M. M., Heitzman, S. The effect of seller income taxes on acquisition price: Evidence from purchases of taxable and tax-exempt hospitals // Journal of the American Taxation Association. – 2004. – Vol. 26(2). – p. 1–21.
48. Dikova, D., Panibratov, A., Veselova, A., & Ermolaeva, L. The joint effect of investment motives and institutional context on Russian international acquisitions // International Journal of Emerging Markets. – 2016. – Vol. 11(4). – p. 674–692.
49. Dinnison, I. Australia opts for rollover relief // International Tax Review. – 2000. – Vol. 11(7). – p. 49.
50. Elgers, P. and Clark J. Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence // Financial Management. – 1980. – p. 66–72.
51. Ernst & Young. Барометр уверенности компаний 2018 [Электронный ресурс] /Ernst & Young. – Режим доступа: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-capital-confidence-barometer-18/\\$FILE/ey-capital-confidence-barometer-18.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-capital-confidence-barometer-18/$FILE/ey-capital-confidence-barometer-18.pdf), свободный. – Заглавие с экрана.
52. Feliciano, Z. Do international acquisitions by emerging economy firms create shareholder value? // Journal of International Business Studies. – 2002
53. Gao, Y., & Li, J. (2012). Access to global market of China's private firms in manufacturing: A multiple case study // Journal of Convergence Information Technology. – 2012. – Vol. 7(17). – p. 16–24

54. Gilboy, G., Heginbotham, E. Chinese and Indian Strategic Behavior: Growing Power and Alarm // Cambridge University Press. – 2012
55. Goergen, M. (2004) Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. // European Financial Management. – 2004. – Vol. 10. – №1. – p. 9–45
56. Goldman, E., and Qian, J. (2005). Optimal toeholds in takeover contests // Journal of Financial Economics. – 2005. – Vol. 77(2). – p. 321–346.
57. Hartzell, J. C., Ofek, E., Yermack, D. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired // Review of Financial Studies. – 2004. – Vol. – 17(1). – p. 37–61.
58. Haunschild, P.R. How Much Is That Company Worth? Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums // Administrative Science Quarterly. – 1994. – Vol.39. – p. 391–411
59. Hribar, P. and Yang, H. CEO overconfidence and management forecasting // Singapore Management University. – 2013
60. Imaa-Institute. Mergers & Acquisitions in China. [Электронный ресурс] / Imaa-Institute. – Режим доступа: <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/#Mergers-Acquisitions-China>, свободный. – Заглавие с экрана.
61. Jiang, F.X., Zhang, M. and Lu, Z.F. Overconfidence of Managers, Enterprise Expansion and Financial Distress // Economic Research. – 2009. – Vol. 1. – p. 131–143.
62. John, K., Freund, S. and Nguyen, D. Investor Protection and Cross-Border Acquisitions of Private and Public Targets // Journal of Corporate Finance. – 2010. – Vol. 16. – p. 259–275
63. Juasrikul, S., Sahaym, A., Yim, H. (Sean), Liu, R. L. Do cross-border alliances with MNEs from developed economies create firm value for MNEs from emerging economies? // Journal of Business Research. – 2018. – Vol. 93. – p. 98–110
64. Khan, A. A. Merger and acquisitions (M&As) in the Indian banking sector in post liberalization regime // International Journal of Contemporary Business Studies. – 2011. – Vol. 2. – p. 31–44.
65. Kim, A. Acquired by BRICS [Электронный ресурс] / BRICS business magazine. – Режим доступа: <https://www.bricsmagazine.com/en/articles/acquired-by-brics>, свободный. – Заглавие с экрана. (21.03.2020)
66. Kinatader, H., Fabich, M., Wagner, N. Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets // Emerging Markets Review. – 2017. – Vol. 32. – p. 190–199
67. Koeplin, J. The private company discount // Journal of Private Equity. – 2000

68. Laamanen, T. On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research // *Strategic Management Journal*. – 2008. – Vol. 28. – p. 1359–1369
69. Li, Y., Lo, Y. The impact of analyst coverage on partial acquisitions: Evidence from M&A premium and firm performance in China // *International Review of Economics & Finance*. – 2018. – No. 63
70. Lipton, M. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries // *York University*. – 2006
71. Madura, J. Ngo, T. Determinants of the Medium of Payment Used to Acquire Privately–Held Targets // *Journal of Economics & Finance*. – 2012. – Vol. 36. – p. 424–442.
72. Malatesta, P. The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms // *Journal of Financial Economics*. – 1983. – Vol. 11. – p. 155–181.
73. Malmendier, U., Tate, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 89. – № 1. – p. 20–43.
74. Mandelker, G. Risk and Return: The Case of Merging Firms // *Journal of Financial Economics*. – 1974. – Vol. 1. – p. 303–335
75. Manne, H. Mergers and the Market of Corporate Control // *Journal of Political economy*. – 1965. – Vol. 73. – p. 110–120.
76. Marks, J. Explaining Merger and Acquisition Premiums in the U.S. Electric and Natural Gas Sectors in a Period of Deregulation from 1990–2012 // *Duke University*. – 2013
77. Meier, J. Determinants of Acquisition Premiums in M&A-Transactions - An Analysis of Deal Characteristics // *CARF Luzern*. – 2019
78. Mitchell, M., Mulherin, H. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – Vol. 41. – p. 193–229
79. Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. Firm size and the gains from acquisitions // *Journal of Financial Economics*. – 2004. – №73. – C. 201-228
80. Mueller, D.C. and Sirower, M.L. The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms’ Shareholders and the Size of Premia // *Managerial & Decision Economics*. – 2003. – Vol. 24. – p. 373–391.
81. Nguyen, T. T. CEO Overconfidence Effects on Mergers and Acquisitions // *Rahoituksen laitos*. – 2015
82. Norton Rose Fulbright. China M&A in 2020: Key issues for foreign investors to consider. [Электронный ресурс] / Norton Rose Fulbright. – Режим доступа: <https://www.nortonrosefulbright.com/en-us/knowledge/publications/9679431c/china-ma-outlook-2020-key-issues-for-foreign-investors-to-consider>, свободный. – Заглавие с экрана.

83. Nouwen, T. J. A. M&A waves and its evolution throughout history // Tilburg University. – 2011. – p. 20.
84. Novikova, E., Gogova, M., Matlievska, M., Sajnoski, K. Selecting and assessing a target firm for an international merger or acquisition // International Jubilee Scientific Conference: Economy and Management in the 21st Century – Solutions for Stability and Growth. – 2011
85. Oldford, E. Three Essays on Mergers and Acquisitions: Negative Premium, Failed Mergers, and Deal Quality Implications of Medium of Exchange // Carleton University. – 2017
86. Pamplona, E., Junior, P. R. Analysis of mergers and acquisitions in Brazilian companies // African Journal of Business Management. – 2013. – Vol. 7(26). – p. 2625–2633
87. Pan, X.Y., Chen, H.S. The Impact of Investor Protection and Marketization on Technology M&A Premium // Monthly Journal of Finance and Accounting. – 2014. – Vol. 24. – p. 7–12.
88. Peng, M. V. Global 4 // 4LTR Press, Cengage Learning. – 2018.
89. Phiri, A. Robust analysis of convergence in per capita GDP in BRICS economies // Munich Personal RePEc. – 2018
90. Piesse et. al. Merger and Acquisition: Definitions, Motives, and Market Responses // Encyclopedia of Finance. – 2013. – p. 411–420
91. PricewaterhouseCoopers. Deals in India: Annual review and outlook for 2020. [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. – Режим доступа: <https://www.pwc.in/assets/pdfs/services/deals/deals-in-india-annual-review-and-outlook-for-2020.pdf>, свободный. – Заглавие с экрана.
92. PricewaterhouseCoopers. Deals 2020 outlook: Making bold M&A deals during times of rapid change [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. - Режим доступа: <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/year-end-review-outlook.html>, свободный. – Заглавие с экрана.
93. PricewaterhouseCoopers. M&A 2019 mid-year review & outlook. [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. – Режим доступа: <https://www.pwccn.com/en/services/deals-m-and-a/publications/ma-2019-mid-year-review-and-outlook.html>, свободный. – Заглавие с экрана.
94. Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. – 1986. – Vol. 59. – p. 197–216.
95. Rose, P. The Impact of Merges in Banking // Journal of Economics and Business. – 1987. – Vol. 39. – p. 289–312

96. Rosenbaum, J., Pearl, J. Investment Banking: Valuations, LBO, Mergers and Acquisitions // John Wiley & Sons Inc., New Jersey. – 2009
97. Rumelt, R. Strategy, Structure, and Economic Performance, Division of Research // Harvard Business School. – 1974
98. Schwab, K. The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. – 2019
99. Schwert, G. W. Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55(6).
100. Shleifer, A., Vishny, R. W. Stock Market Driven Acquisitions // Journal of Financial Economics. – 2003. – No. 70. – pp. 295-311.
101. Singhanian, A. Mergers And Acquisitions Trend In 2019 And Outlook For 2020. [Электронный ресурс] / Inc42. – Режим доступа: <https://inc42.com/resources/an-overview-of-mergers-and-acquisitions-in-india/>, свободный. – Заглавие с экрана.
102. Sirower, M. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game // New York: The Free Press. – 1997
103. Slusky, A., Caves, R. Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers // The Journal of Industrial Economics. – 1991. – Vol. 39. – № 3. – p. 277–296.
104. Sudarsanam, S. Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges // Financial Times. – 2003
105. The Boston Consulting Group. BRICS versus Mortar? Winning in M&A in emerging markets. [Электронный ресурс] / The Boston Consulting Group. – Режим доступа: https://image-src.bcg.com/Images/BRICs_Versus_Mortar_Aug_2013_tcm9-95826.pdf, свободный. – Заглавие с экрана.
106. Varaiya, N. Determinants of Premiums in Acquisition Transactions // Managerial and Decision Economics. – 1987. – Vol. 8. – № 3. – p. 175–184.
107. Walkling, R., Edmister, R. Determinants of Tender Offer Premiums // Financial Analysts Journal. – 1985. – Vol. 41. – № 1. – p. 27–37.
108. Wansley, J.W., Lane, W.L., Yang, H.C. Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment // Financial Management. – 1983. – Vol. 12. – № 3. – p. 16–22.
109. Wen, R. Risk Concept, M&A Premium and M&A Completion Rate // Financial Research. – 2015. – Vol. 8. – p. 191–206.
110. Wickramanayake, J. Determinants of Acquisition Premiums: Empirical Evidence from Mining Industry in Australia and Canada. – 2009

111. Worldwide Governance Indicators. The World Bank [Электронный ресурс] / The World Bank. – Режим доступа: <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators>, свободный. – Заглавие с экрана.
112. Yan, T. Research on the Influence of CEO Overconfidence and CEO Power on M&A Premium // Northeast University of Finance and Economics, Shenyang. – 2016
113. Yen, T. Y., Andre, P. Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets // The Quarterly Review of Economics and Finance. – 2019. – Vol. 71. – p. 114–131
114. Yuce, A. Mergers and Acquisitions by Emerging Country Multinational Company // Asian Economic and Financial Review. – 2016. – №6(7). – С. 416- 424
115. Zhang, C.C. The Review of Factors Affecting Merger Premium // Journal of Service Science and Management. – 2019. – Vol. 12. – p. 200–213
116. Zhang, J., Ahammad, M. F., Tarba, S., Cooper, C. L., Glaister, K. W., & Wang, J. The effect of leadership style on talent retention during merger and acquisition integration: Evidence from China // International Journal of Human Resource Management. – 2015. – Vol. 26(7). – p. 1021–1050.